金融学前沿译丛

FINANCIAL STRUCTURE AND ECONOMIC GROWTH

A Cross-Country Comparison of Banks, Markets and Development

金融结构和经济增长：

银行、市场和发展的跨国比较

埃斯里·德米尔古克-肯特 Asli Demirgüc-Kunt
罗斯·莱文 Ross Levine
/编
黄纯纯/译
周业安/校

仅供个人阅读研究所用，不得用于商业或其他非法目的。切勿在他处转发！
本电子书制作者

中国人民大学出版社

金融学前沿译丛

FINANCIAL STRUCTURE AND ECONOMIC GROWTH

A Cross-Country Comparison of Banks, Markets and Development

金融结构和经济增长：

银行、市场和发展的跨国比较

埃斯里·德米尔古克-肯特 Asli Demirgüc-Kunt
罗斯·莱文 Ross Levine
/编
黄纯纯/译
周业安/校

中国人民大学出版社

图书在版编目（CIP）数据

金融结构和经济增长：银行、市场和发展的跨国比较/肯特，莱文编；黄纯纯译．
北京：中国人民大学出版社，2006
（金融学前沿译丛）
ISBN 7-300-07593-2

Ⅰ．金…
Ⅱ．①肯…②莱…③黄…
Ⅲ．金融-经济结构-关系-经济增长-研究
Ⅳ．F830.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2006）第 105505 号

金融学前沿译丛
金融结构和经济增长：银行、市场和发展的跨国比较
埃斯里·德米尔古克-肯特
罗斯·莱文 编
黄纯纯 译
周业安 校

出版发行	中国人民大学出版社		
社　　址	北京中关村大街 31 号	**邮政编码**	100080
电　　话	010-62511242（总编室）		010-62511398（质管部）
	010-82501766（邮购部）		010-62514148（门市部）
	010-62515195（发行公司）		010-62515275（盗版举报）
网　　址	http://www.crup.com.cn		
	http://www.ttrnet.com(人大教研网)		
经　　销	新华书店		
印　　刷	河北三河市新世纪印务有限公司		
规　　格	150 mm×230 mm　16 开本	**版　　次**	2006 年 11 月第 1 版
印　　张	27.75 插页 2	**印　　次**	2006 年 11 月第 1 次印刷
字　　数	433 000	**定　　价**	38.00 元

版权所有　侵权必究　　印装差错　负责调换

内容提要

本书是由全球著名的经济学家T.贝克、埃斯里·德米尔古克-肯特和罗斯·莱文所领导的研究小组专门针对全球金融发展和经济增长问题所作的系列研究报告集。书中，该研究小组首次构建了一个全面的、系统的各国金融发展数据库，向人们展示了150个国家和地区金融市场和金融机构的规模、效率和业务活动等各方面的信息，以及各国的政治、经济和社会环境的很多数据，这是迄今为止学术界有关这方面研究的最全面、最权威的金融发展数据库。该研究小组进一步在其数据库基础上进行了科学的研究，不仅建立了对各国金融发展进行评估的新的指标体系和方法，并且否定了许多传统的、流行的认识。该书特别指出，正是金融的总体发展水平，而不是金融结构，促进了经济增长。并且，政治和法律制度的差异也会影响到金融发展与经济增长之间的关系。所以，作者建议政策制定者少关注金融结构，而多关注法律、监管、推进市场和银行运行的政策改革，认为这样可能能够获得更大的回报。本书把金融发展研究推向了一个新的高度。

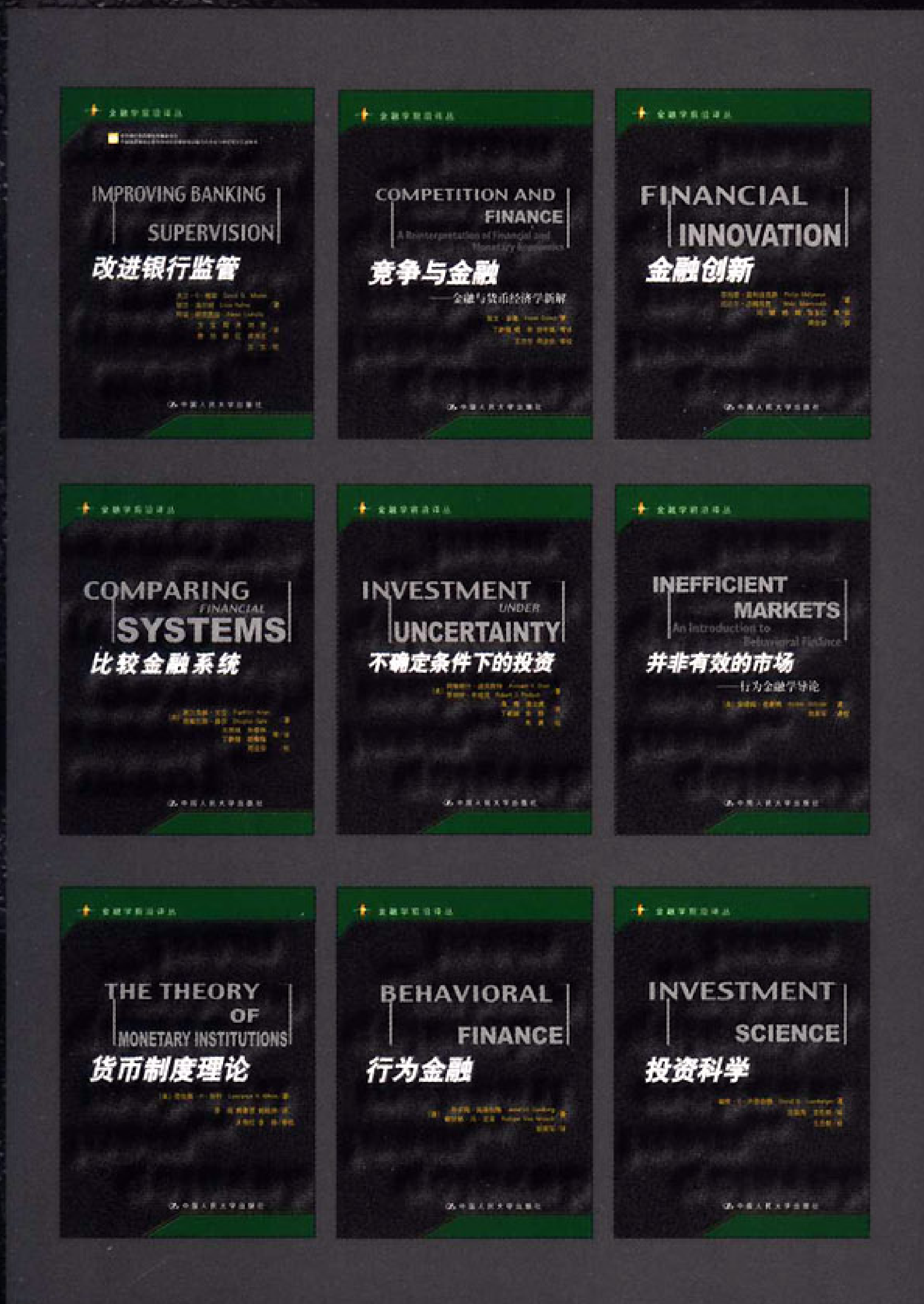
主要作者简介

罗斯·莱文，1987年获美国加利福尼亚大学洛杉矶分校经济学博士学位，2001年至今在明尼苏达大学卡尔森商学院金融系任科提斯·L·卡尔森金融学首席教授，曾任美联储经济学家、世界银行首席经济学家、弗吉尼亚大学经济学系教授。主要研究领域为国际金融、金融监管和发展经济学，曾在《美国经济评论》、《金融学》、《金融经济学》、《经济文献杂志》和《经济学期刊》等杂志上发表多篇极有影响的学术论文。

埃斯里·德米尔古克-肯特，1990年获俄亥俄州立大学经济学博士学位，任世界银行经济学家和项目主管，主要研究领域为国际金融、金融机构、金融市场和公司金融，曾在《金融学》、《金融经济学》等杂志上发表多篇有影响的学术论文。

索尔森·贝克是世界银行发展研究组金融小组的高级金融经济学家。他已经发表的论文讨论了金融发展与结构对经济增长的影响、金融发展的决定因素，以及国际贸易与金融发展之间的关系。他最近的研究关注的是银行业集中和竞争的后果、金融服务进入、中小企业面临的成长障碍等。他在孟加拉共和国、玻利维亚、巴西、喀麦隆、几内亚、肯尼亚、马达加斯加、莫桑比克、俄罗斯、卢旺达、乌干达这些国家从事过项目管理与研究工作。他从维吉尼亚大学获得经济学博士学位，从德国的蒂宾根大学获得文学硕士学位，并在堪萨斯大学与哥斯达黎加大学学习过。

金融学前沿译丛


IMPROVING BANKING SUPERVISION
改进银行监管
COMPETITION AND FINANCE
竞争与金融
——金融与货币经济学新解
FINANCIAL INNOVATION
金融创新
COMPARING FINANCIAL SYSTEMS
比较金融系统
INVESTMENT UNDER UNCERTAINTY
不确定条件下的投资
INEFFICIENT MARKETS
并非有效的市场
——行为金融学导论
THE THEORY OF MONETARY INSTITUTIONS
货币制度理论
BEHAVIORAL FINANCE
行为金融
INVESTMENT SCIENCE
投资科学

“金融学前沿译丛”总序

无论是对研究者还是对实践者，金融领域都是一处最值得冒险的乐园。诺贝尔经济学奖不断眷顾着这个领域的佼佼者；政府、企业和居民都已经认识到，金融系统构成了整个经济体系的心脏。穷国的百姓们逐渐接受着超出传统的储蓄思维以外的投资知识，股票、债券不再是发达资本主义国家的专利，跟随经济全球化的步伐，不发达国家的居民开始和发达国家的居民一同选择明星公司的金融产品，并成为这些公司的所有者。不过，金融产品的复杂性和金融市场固有的投机性并不仅仅带来刺激，当自己的财富在较短时间内像水蒸气一样蒸发时，金融就仿佛和撒旦紧密结合在一起了。直到今天人们还在议论着密西西比事件、郁金香事件、南海泡沫等，20 世纪 30 年代的大危机更是很

多人心头挥之不去的阴影。

如果在这样一个世界里，各种金融产品的收益可以通过概率估计出来，同时，通过历史数据的收集和处理，可以推断一种金融产品的收益方差和标准差，那么投资者就可以通过精确的数学工具来计算满足自己要求的投资组合，实现同等风险下的收益最大化或同等收益下的风险最小化。果真如此，投资者就可以在不确定的世界里从事类似确定条件下的决策，这样，就可以避免金融市场上的泡沫和金融系统的危机。20世纪50年代，一些代表性的学者从理论上和经验实证上分别注意到了投资者理性决策的重要性。首先，阿罗（Arrow）通过对保险和风险的研究，特别是通过对一般均衡框架中或有证券的研究发现：只要针对未来的每一种潜在的可能性设计出相应的应对条款，那么就能构造出一种“阿罗证券”来确保总体经济的一般均衡。不过，阿罗也注意到，投资者理性决策依赖一定的信息条件，如果该条件得不到满足，金融产品的合同安排就可能不完全，比如，在保险业会出现“道德风险”问题。这些观点对后来的金融理论的发展产生了巨大影响。

其次，哈里·马克威茨（H. Markowitz）在20世纪50年代借助于统计技术发展出了均值方差模型，并被广泛用于实际的资产组合决策。马克威茨的思路可以追溯到伯努里（Bernoulli，1738）和费雪（Fisher，1930）等人，前者考察了概率与博彩问题，也就是不确定下的决策，后者考察了利息理论。这些早期的理论为后来的金融产品估价技术及金融工程学科的开拓打下了坚实的基础。不过，正是马克威茨第一次系统地用数理统计的语言描述了金融市场上投资者的可能行为。尽管当时他的研究并没有成为金融经济学的模型基础，但在华尔街却广为流行，成为众多投资者投资决策的技术依据。

最后，莫迪利亚尼（Modigliani）和米勒（Miller）也在20世纪50年代开始关注金融市场上的证券供给问题，他们采取了标准的微观经济学的均衡分析方法，在假定金融市场完全竞争的前提下，试图通过公司的融资成本—收益决策来推导出证券供给曲线，不过，现在人们已经很少关心这个目的，主要原因是他们的结论因为“MM定理”闻名于世，其背后的证券供给曲线反而被忽视了。MM定理说明：在给定若干假定条件下，公司的资本结构选择并不能给公司创造价值。这一结论奠定了现代公司金融理论的框架，因为该定理为复杂的公司金融活动分析创

造了一个基本构架，相当于经济学中完全竞争市场的作用。

继承前面诸人的成果，夏普（Sharpe）、林特纳（Lintner）等人于20世纪60年代在马克威茨工作的基础上发展出了资本资产定价模型，罗斯（Ross）等人又进一步发展出了套利定价模型，奠定了研究资本市场价格的理论框架。法马（Fama）等人在20世纪70年代提出了有效资本市场假说，并给出了金融市场价格运动规律的经验实证研究思路。布莱克（Black）、斯科尔斯（Scholes）和莫顿（Merton）等人于20世纪70年代在MM定理和资本资产定价模型的基础上发展出了金融产品的定价模型，并被广泛应用于实务，从而导致了金融产品的大量创新。

另一方面，阿罗早期的研究重新受到重视，20世纪70—80年代，大量的博弈论和信息经济学模型被用于分析金融市场，如罗斯（S. Ross）、格罗斯曼（S. Grossman）、普雷思克特（E. Prescott）、斯蒂格利茨（J. Stiglitz）、利兰（H. Leland）、布雷纳（M. Brennan）、杰森（M. Jensen）、哈特（O. Hart）、哈里森（M. Harrison）、克瑞普斯（D. Kreps）、布哈塔期瑞（S. Bhattacherya）等人。这些学者把金融产品看作是契约，如果当事人的信息不对称，就可能导致契约的不完全，从而出现逆向选择和道德风险问题，此即金融市场资源配置的低效率。如果要提高资源配置效率，就必须采取有效的治理机制、恰当的证券设计及充分的信息披露，而这些正成为金融系统中日益重要的制度架构。

经过近40年的开拓，现代金融理论才真正成型，它不仅形成了以契约为基础的金融经济学，而且在公司和各种金融中介的金融活动、金融市场的价格运动、市场微观结构、金融系统的演变及金融监管等诸多方面都有专门的理论，从而构成了一个较完善的理论体系和研究方法体系。

不过，随着金融产品的多元化和金融系统的复杂化，学者们逐步发现，20世纪80年代以前的金融理论仅仅考虑定价、套利、均衡、合同等问题，这是不够的。比如，有效资本市场假说的核心是完美套利，但现实世界中套利是不完美的，这就预示着作为理论基础的完全资本市场假定缺乏理论预见力；资本资产定价模型、代理理论模型等虽然比较精致，但缺乏足够的数据支持；以现值为基础的证券估价模型缺乏理论意义，扩展到不确定条件和多个时期也是如此；当事人的风险偏好假定不

现实，越来越多的实验经济学研究结果证明了这一点；股权溢价之谜、市场效率异常等得不到合理解释，期限结构、波动理论等也是如此；金融市场的制度基础没有得到充分的重视，制度如何影响价格还不清楚等等。

正因为过去的理论有诸多局限，从20世纪80年代开始，金融学家进行了广泛的新探索，这一探索分两条线索展开：一方面，在过去的金融理论模型中嵌入制度等因素，着重研究金融契约的性质和边界、金融契约选择与产品设计、金融契约的治理与金融系统演化、法律和习俗等制度因素对金融活动的影响等。另一方面，一些金融学家基于卡尼曼（D. Kahneman）等人发展的非线性效用理论，开始引入心理学关于人的行为的一些观点，来解释金融产品交易的异常现象，比如有限套利、噪音交易、从众心理、泡沫等，这些理论形成了现代金融理论中的行为学派，又称为“行为金融”。

从目前的理论发展看，两条线索互相竞争，互相促进，共同发展，基于信息不完全、不对称和一般均衡理论的模型在解释金融市场异常方面有明显不足；但行为金融还不能有效地应用于金融产品定价，并且现有理论模型本身缺乏更广泛的经验证据支持。双方正处于争论阶段，构成现代金融理论发展过程的主旋律。

很明显，现代金融理论从20世纪50年代开始逐步摆脱了过去那种纯货币理论的状态，确立了资产定价在金融学中的核心地位，如同一般均衡理论在经济学中的地位一样，它像一顶皇冠，吸引着无数的追求者。所谓现代金融理论其实就是用标准的主流经济学的原理和方法精确刻画金融活动的产物。而20世纪80年代以后，经过经济学家的不懈努力，金融产品和金融系统的复杂性日益受到关注，金融理论开始走出资产定价技术这一狭窄范畴，越来越多的人开始从金融活动参与者的行为本身来解释纷繁复杂的金融现象。行为的多元化导致金融产品和金融系统的多元化，也导致金融理论的多元化。现代金融理论的核心从资产定价转向参与者行为，这可以看作是向经济学本来面目的复归。

当现代金融理论日新月异的时候，国内的金融学研究尚处于启蒙阶段，几个明显的特征可以支持这一判断：首先，从教学上看，货币银行学仍是金融专业最核心的课程，而且还是经济类专业的基础课程，如果按照课程体系的逻辑去理解，这有点本末倒置、不伦不类。从国际化角

度看，金融工程学开始试点，但很多人仅仅把金融工程学理解为纯技术的科学，忽视了它背后的经济学理论，这种把金融学等同于数学的看法实际上是对现代金融理论新发展的片面理解。其次，从研究层次看，对国外研究成果模仿者居多，对现存问题描述性讨论较多，缺乏自身对现象背后的内在逻辑的理解。实际上，金融问题和任何经济问题一样，都有其社会制度背景，如果忽略这种背景知识，盲目地和国际接轨，只能给人以隔靴搔痒的感觉。最后，从出版物看，金融读物的出版可能是经济类读物的出版中最繁荣的一块，但这些金融读物大多是对金融现象的描述分析，缺乏强有力的理论逻辑和科学的研究方法。国内著作的现状与国外译著引进的落后局面有关。迄今为止，很多出版社相继推出了各种金融学名著译丛，但所选名著大多代表20世纪80年代前的理论成果，并且这些著作大多是针对本科生的教科书，对于最新的理论名著和探索性的著作则介绍得很少。

金融活动没有国界，但对金融活动的理解一定是有文化和制度内涵的。中国的金融市场要得以繁荣，仅仅依靠一些缺乏理论和经验证据的政策辩论是毫无意义的，并且还可能误导决策者和普通投资者。如果要形成正确的金融活动决策，就需要掌握科学的研究方法，这就要求中国的学者必须对国外研究成果有较全面的掌握，而不能各取所需，一叶障目。也只有全面了解现代金融理论前沿的进展情况，才能真正实现学者之教书育人和传播知识的功能。正是对中国金融研究现状的担忧，使得我们下决心把国外一些最新的研究成果介绍进来，一方面能够使国内的研究者，特别是青年研究者较全面地了解现代金融学的进展；另一方面，也可借此机会和众多同仁切磋心得，共同提高国内的金融研究水平。

基于以上的想法，中国人民大学经济学院西方经济学教研室、北京奥尔多投资研究中心和中国人民大学出版社共同组织翻译了这套"金融学前沿译丛"。这套译丛不仅包括《不确定条件下的投资》、《资产定价》这类纯技术著作，也包括比较制度分析在金融领域中的运用，如《比较金融系统》；还包括最新的行为金融著作《并非有效的市场——行为金融学导论》。同时，我们也关注到金融中的传统课题——货币，不过新的研究更加重视政治对货币政策和经济周期的影响，所以我们选译了《货币制度理论》。这些译著中，有些未必是经典著作，但它们至少能够

从研究层次上拓宽我们的视野，比如《金融创新》一书，该书运用熊彼特（Schumpeter）的理论系统研究了金融创新活动，这也是迄今理论界对金融创新活动的一个较好的理论解释。当然，我们将继续从国外现有的研究成果中遴选出比较独到的作品呈献给读者，也希望得到同仁们更多的批评指正。

执行主编　周业安　唐寿宁　马学亮

2003年4月

致　谢

很多人促成了这本书。我们特别要对杰勒德·卡普罗（Grerard Caprio）的聪慧领导和支持表示感激。我们也对乔·斯蒂格利茨（Joe Stiglitz）和保罗·科利尔（Pawl Collier）在研究的关键阶段的指导表示感谢。

索尔森·贝克（Thorsten Beck）花了两年多的时间构建了数据库，并对我们的论文提出了意见，使之成为一本有价值的合著。很多同事通过讨论和评论给予了我们帮助：弗兰克林·艾伦（Fanklin Allen）、约翰·博伊德（John Boyd）、张春（Chun Chang）、斯蒂金·克拉森斯（Stijn Claessens）、奥格斯托·德·拉·托尔（Augusto De La Torre）、卡维德特·迪奈茨（Cevdet Denizer）、布伦特·维尔特金（Bulent

Gultekin)、詹姆斯·汉森（James Hanson)、帕特里克·霍纳汉（Patrick Honohan)、恩里科·佩罗特（Enrico Perotti)、古勒莫·佩里（Guillermo Perry)、雷弗·雷金（Raghu Rajan)、莱曼·森彼特（Lemma Senbat)、安德鲁·沈（Andrew Sheng)、玛丽·雪莉（Mary Shrley)、迪米特里·维塔斯（Dimitri Vittas）和约翰·威廉姆森（John Williamson)。2000年2月10日—11日世界银行召开了关于金融结构和经济增长的会议，与会者提供了很多有价值的意见。十分感谢本书作者们的贡献。

汪波（Bo Wang）和史安青（Anging Shi）提供了有价值的研究协助。帕勒伊科·K·吉尔（Paramjit K. Gill）阅读了很多手稿的版本。我们也向停下他们的工作来协助完成手稿的波莉·米恩斯（Polly Means）和卡雷·拉布雷（Kari Labrie）致意。

我们也感谢我们的家人，在完成本书的过程中，他们让我们感到工作就是休闲。

目　录

Ⅰ　导　论

1　金融结构和经济增长：前景和研究
埃斯里·德米尔古克-肯特和罗斯·莱文 ………… 3
1.1　动机和范围 ………………………………… 3
1.2　金融系统的度量和演进 …………………… 5
1.3　金融发展、结构和增长 …………………… 7
1.4　金融结构和绩效：国别研究 ……………… 9
1.5　研究 ………………………………………… 10

Ⅱ　金融结构的度量和决定因素

2　金融结构数据库
索尔森·贝克、埃斯里·德米尔古克-肯特和
罗斯·莱文 ……………………………………… 17

2.1 导言 …… 17
2.2 金融中介的规模和活动 …… 19
2.3 商业银行的效率和市场结构 …… 24
2.4 其他金融机构 …… 27
2.5 股票和债券市场发展 …… 30
2.6 结论 …… 33
附录 2.1 资料来源 …… 33
3 银行导向型和市场导向型金融系统：跨国比较
埃斯里·德米尔古克-肯特和罗斯·莱文 …… 83
3.1 导言 …… 83
3.2 不同人均收入组中金融系统的差异 …… 85
3.3 金融结构：比较和定义 …… 100
3.4 法律、管制、税收和宏观经济对金融结构的决定作用 …… 121
3.5 结论 …… 129
附录 3.1 金融系统的长期演进 …… 130

Ⅲ 金融结构和经济增长的跨国比较

4 金融结构确实对经济增长起作用吗？基于公司金融角度
雷内·舒尔茨 …… 141
4.1 导言 …… 141
4.2 完美市场和金融结构 …… 144
4.3 企业家融资 …… 148
4.4 监控已有的企业 …… 154
4.5 金融结构对增长的影响 …… 166
4.6 结论 …… 170
5 金融结构和经济发展：企业、产业以及国家和地区的证据
索尔森·贝克、埃斯里·德米尔古克-肯特、罗斯·莱文和沃伊斯拉·马克斯诺维奇 …… 180

5.1 导论 …… 180
5.2 数据 …… 185
5.3 多国增长横截面回归 …… 194
5.4 产业层次的结果 …… 201
5.5 企业层次结果 …… 209
5.6 结论 …… 217
6 金融结构和银行盈利性
埃斯里·德米尔古克-肯特和
哈里·休伊曾加 …… 227
6.1 导言 …… 227
6.2 数据 …… 229
6.3 经验证据 …… 234
6.4 结论 …… 241
附录6.1 变量定义和来源 …… 241
7 总体公司融资决策的国际证据
伊恩·德莫维茨、杰克·格伦和
阿纳斯·马达弗恩 …… 246
7.1 导言 …… 246
7.2 关于国际初级市场发行数据的证据 …… 248
7.3 融资选择的决定因素 …… 258
7.4 结论 …… 270
附录7.1 数据来源 …… 271

Ⅳ 金融结构和经济绩效：国别研究

8 智利的金融结构：宏观经济发展和微观经济效应
弗朗西斯科·加里格和诺曼·罗扎 …… 277
8.1 导言 …… 277
8.2 宏观经济发展（1960—1997） …… 281
8.3 微观经济证据 …… 296
8.4 结论 …… 310
附录8.1 数据来源和定义 …… 312

9 银行导向和市场导向经济中的企业融资选择
瑟吉尔·施穆克勒和
艾斯特班·维斯皮罗尼 …… 320
9.1 导言 …… 320
9.2 银行导向型和市场导向型系统 …… 322
9.3 数据和方法 …… 323
9.4 经验结论 …… 328
9.5 阿根廷案例 …… 337
9.6 结论 …… 342
附录 9.1 各国可获得的企业数量和期间 …… 343
10 企业集团、金融自由化和增长：印度尼西亚案例
安迪·崔、谢里登·蒂特曼和
K·C·约翰·卫 …… 346
10.1 导言 …… 346
10.2 数据来源 …… 349
10.3 样本描述 …… 350
10.4 企业集团和单独企业的股票收益 …… 354
10.5 企业集团和独立企业的分析家报告和
估价 …… 359
10.6 分析家报告、集团成员和市场效率 …… 363
10.7 存在集团因素吗? …… 371
10.8 集团关联、财务杠杆和增长 …… 372
10.9 结论 …… 373

索引 …… 376

I

导　论

1. 金融结构和经济增长：前景和研究

埃斯里·德米尔古克—肯特
罗斯·莱文

1.1 动机和范围

3

在《金融结构和发展》这本著作中，R. W. 戈德史密斯（Goldsmith，1969）想达到三个研究目标。他的第一个目标是证明金融结构——一个经济中运行的金融工具、市场和中介的混合体——如何随着经济增长而改变。所以，他试图追踪国家和地区金融系统结构随着经济发展而演变的轨迹。第二，戈德史密斯希望评估总体金融发展——金融工具、市场和中介的总体数量和质量——对经济增长的影响。他设法回答这个问题：金融对经济增长会产生因果影响吗？最后，戈德史密斯试图评估金融结构是否影响经济发展的速度。实际上，戈德史密斯

(1969) 将他研究后两个问题的动机总结如下："几乎所有人都会同意，如果金融结构和发展不是影响经济增长惟一最重要问题的话，它也是金融领域最重要的问题之一"（p. 390）。

对于这三个研究目标，戈德史密斯（1969）所能达到的成功程度是不同的。在证明国家和地区金融系统演变，特别是金融中介的演变上，戈德史密斯获得了很大的成功。确切地讲，他证明，随着国家和地区的发展，银行占国民产出的比重有增长的趋势。他还提供了证据证明，随着国家和地区经济上的扩张，相对于银行规模来说，非银行金融中介和股票市场经常——虽然肯定不是一直——增长更快，并且变得重要了。

4 在研究金融发展水平和经济增长之间的关系方面，戈德史密斯获得的成功比较有限。他利用 1964 年以前的数据清晰地证明，在 35 个国家和地区中，金融发展和经济活动水平之间存在正相关关系。正如他明确指出的那样，他不愿意从他的图像显示中得到因果解释。所以，戈德史密斯不愿意声称金融发展对经济发展有因果影响。

对于第三个问题，经济发展与一个经济中运行的金融市场和中介的混合体之间的关系，受数据限制，戈德史密斯无法提供国别证据。取而代之，戈德史密斯——如同他前后的很多研究者——依靠的是对德国和英国的细致比较。对德国和英国，以及后来对美国和日本的金融结构的细致比较研究，提供了关于这些金融系统运行的有启发的见解。然而，研究者能否将从这些国家和地区得到的结论扩展到其他不同的国家和地区，这一点并不明确。事实上，戈德史密斯表示过希望其他研究者能够追随他的引导，从而提供金融结构和经济增长之间关系的广泛的国别证据。

最近的研究对于扩展戈德史密斯（1969）第二个研究目标——金融发展和经济增长之间的关系——的分析有了实质性的进展。特别是研究者提供了关于金融—增长关系另外的发现和关于因果关系更大胆的评价：企业层次、产业层次以及国家和地区层次的研究都显示，金融发展水平对经济增长有很大的正面影响。[1]建立在拉·波塔（La Porta）、洛佩兹-德-斯拉尼斯（Lopez-de-Silanes）、史莱佛（Shleifer）和维希尼（Vishny，1998）的研究基础上，日益增加的文献进一步表明，不同国家和地区的不同法律体系影响了金融发展水平，从而对经济增长产生重要影响。[2]这一系列研究实质上增进了我们对金融发展和经济增长之间

关系的理解。

然而，最近的研究没有通过利用最近 40 年的数据从实质上改进和扩展戈德史密斯关于金融结构演进的证明，也没有完成戈德史密斯的第 5 三个研究目标，即关于金融结构和经济增长之间关系的广泛的国别研究。研究者们的确发展了关于金融结构演进与市场和银行的混合体如何影响经济发展的严格理论。艾伦和盖尔（Allen and Gale，2000）提供了关于比较金融系统理论的全面研究。研究者们也的确进行了金融结构和增长之间关系的国家和地区细节研究，特别是对德国、日本、英国和美国的研究。另外，艾伦和盖尔（2000）还将对这些国家和地区的研究结合进他们关于不同金融系统的比较研究中。然而，本书中列举的研究与此不同，这种不同在于，它通过广泛的国别数据仔细研究了金融结构——一个国家和地区具有银行导向或者市场导向金融系统的程度——和经济长期发展之间的关系。

本书舍去了关于戈德史密斯三个问题的附加经验证据。第二部分修正了戈德史密斯关于经济增长过程中金融结构演进的文章。该部分展示了花了两年时间搜集数据的成果，此成果形成了一个独特的全球金融系统数据库。本书附带的 CD 提供了这个数据库。第三部分利用这个国别数据库研究戈德史密斯的后面两个问题：经济增长和总体金融发展与金融系统结构水平的关系。第四部分包含了搜集自发展中国家和地区的详细的国家和地区研究数据，检验了经济发展和金融结构之间的关系。

1.2 金融系统的度量和演进

由于缺乏金融系统结构的国别数据，关于不同金融结构的决定因素和含义的研究受到了阻碍。在证明金融系统结构如何随着国家和地区发展而改变时，戈德史密斯（1969）只检验了 35 个国家和地区，并且数据只截至 1963 年。由于在搜集银行、保险公司、私人养老基金、共同基金和证券市场广泛的国别比较数据方面存在困难，研究者在扩展戈德史密斯的研究结果、确认或者反驳他的发现时受到了阻碍。

第二章展示了花了两年时间搜集数据的成果。确切地讲，在“金融 6
结构数据库”中，T. 贝克、埃斯里・德米尔古克-肯特和罗斯・莱文论

述了一个全面的国别数据库，它提供了涉及150个国家和地区银行、保险公司、养老基金、共同基金、金融公司、股票市场和债券市场规模、效率和业务活动的信息。所以，这一章计算总体金融发展的指标值，也计算各国银行导向的程度更高还是市场导向的程度更高的指标值。这个数据库还包含各国的政治、经济和社会环境的很多数据。作者们已经将这些信息提供在国际互联网上。

在搜集、出版并使这些数据能够容易获取的同时，贝克、德米尔古克一肯特和莱文希望逐步推进关于金融结构和经济增长的研究。如同这一章所称，这些数据既不完美也不完整。然而，第二章潜在地降低了关于金融系统国别研究的进入壁垒。

第三章，“银行导向和市场导向金融系统：跨国比较”，根据这个数据库，证明金融结构如何因为国别不同而不同，以及如何随着经济发展而改变。确切地讲，德米尔古克一肯特和莱文发现，国家和地区越富有，银行、非银行、股票市场和债券市场就越大、越活跃、越有效。所以，数据显示——毫不惊奇——金融系统，平均地说，在越富有的国家和地区发展得越好。而且，数据还显示，在高收入国家和地区，股票市场往往比银行更活跃、更有效。这个发现并不意味着金融系统沿着惟一一条道路发展。然而，这些数据的确显示，随着国家和地区变得富裕，国家和地区金融系统也变得更倾向于市场导向。

除了证明金融结构的演进，第三章还评估了金融系统和关键法律、监管和政治特征之间的关系。确切地讲，这一章发现，具有以下特征的国家和地区倾向于具有市场导向型金融系统：习惯法传统（区别于成文法）、对少数股东权益的保护很强、会计系统良好、腐败水平低，并且没有外在的存款保险。有理论强调，如果一个国家或地区的信息成本较高，法律对个体投资者的权益保护较弱，那么该国家或地区将更青睐于
7 银行而不是自由市场，本章的发现与这些理论一致。除了检验金融结构，德米尔古克-肯特和莱文也检验了金融发展的总体水平。他们发现，不发达的金融系统具有如下比较强烈的倾向：具有法国成文法传统，对少数股东权益和债权人权益的保护较弱，对合同执行总体而言不力，腐败水平高，会计准则不良，商业银行监管严重约束了银行的活动，高通货膨胀率。第三章简单地证明数据上所反映的一些普遍看法，但并没有对这些特定理论的预测效果进行估计。然而，这种关系与艾伦

和盖尔（2000）讨论的许多理论一致，也和雷内·舒尔茨（René Stulz）在理论文献中的观点一致（第四章）。

1.3 金融发展、结构和增长

第三部分不但关注金融结构和增长之间的关系，而且也提供了总体金融发展和经济增长之间关系的附加证据。在第四章，“金融结构确实对经济增长起作用吗？基于公司金融角度”，雷内·舒尔茨在回顾关于金融结构和经济增长的文献时，强调了金融安排和企业融资之间的关系。他强调，通过降低信息和交易成本，总体金融发展可以促进资本流动效率从而影响经济增长。舒尔茨还注意到，在总体金融系统为生产目的而融取资本的过程中，法律、监管和政策因素会影响到该资本配置效率。

这一章也研究银行导向和市场导向金融系统的相对优点。很多理论详细说明，在将资金配置给最具有生产性的终端方面，银行导向系统比市场导向系统做得更好。确切地讲，在法律和会计系统运行不良（Gerschenkron，1962）的发展中国家和地区，银行可能特别有效。在促使企业披露信息和还贷方面，强有力的银行能够比依赖有效的法律和会计系统的自由市场更有效。而且，在对需要分段融资的新企业提供外部资 8
源方面，银行可能更有效，因为随着项目进展，银行能够以更可靠的承诺提供追加资金，而市场在提供可靠的长期承诺方面有困难。

另一些理论则强调，市场导向型系统能够更有效地配置社会储蓄。强有力的银行经常妨碍创新和竞争。银行可能从企业获得信息租金，从而降低了企业开展高收益率项目的动机（Rajan，1992）。通过鼓励竞争，市场导向系统为研究与发展及增长创造了更强烈的动机。而且，强有力的银行家可能和经理人员共谋反对其他外部投资者，从而阻碍了竞争、有效的资源配置和增长（Wenger and Kaserer，1998；Weinstein and Yafeh，1998；Morck and Nakamura，1999）。所以，一些理论强调市场导向系统的优点，尤其是在促进创新、促进以研究和发展为基础的产业方面（Allen，1993）。通过回顾这些文献，舒尔茨继而提出了经验研究的分析步骤。

第五章，T. 贝克、埃斯里·德米尔古克-肯特、罗斯·莱文和 V. 马克斯诺维奇（Vojislav Maksimovic）所写的《金融结构和经济发展：企业、产业和国家、地区证据》，导出了对经济绩效和金融结构之间关系的全面评估。为了度量金融结构，作者们利用贝克、德米尔古克一肯特和莱文为本书搜集的数据。然后他们将这些数据与企业层次、产业层次和纯粹国别数据库结合。确切地讲，这一章依赖（1）纯粹国别比较，（2）跨产业、国别方法，和（3）很多国家和地区企业层次的数据，去检验金融结构和经济增长之间的关系。

利用不同的数据和计量经济学方法，第五章中作者们却令人惊奇地得出了一致观点。首先，没有证据显示根据金融结构来区分国家和地区有助于解释经济绩效的不同。更精确地说，无论是在市场导向金融系统中还是在银行导向金融系统中，国家和地区增长都不比另一方更快，金融依赖产业并不以更高的比率扩张，新企业并不会更容易创建，企业并不能更便捷地获得外部融资，企业并不成长得更快。其次，第五章中还发现，根据总体金融发展来区分国家和地区确实有助于解释不同国家和地区经济绩效不同的原因。银行发展和市场发展的程度与经济增长紧密
9 相关。更特别的是，数据显示，经济增长越快，严重依赖外部融资的产业的扩张就越快，新企业创建就更容易，企业获得外部融资也更容易，企业成长更快，总体金融部门发展水平更高。最后，第五部分强调了法律系统在构建增长一提高性金融系统方面的作用。确切地讲，总体金融发展中那些被解释为外部投资者的法律权益和法律系统执行合同的效率与企业、产业和国家、地区经济的成功紧密正相关。

在第六章，“金融结构和银行盈利性”，埃斯里·德米尔古克一肯特和哈里·休伊曾加（Harry Huizinga）关注不同金融结构中的银行部门本身的绩效。他们的研究表明，在不发达金融系统中，银行具有较高的利润和更大的利差幅度。控制了金融发展总体水平后，银行与市场相比其相对发展水平并没有对银行盈利性或者边际利率产生独立影响。所以，是银行和股票市场发展的水平转化成银行部门效率的差别，而不是金融结构本身。

在第七章，“总体公司融资决策的国际证据”，伊恩·德莫维茨（Ian Domowitz），杰克·格伦（Jack Glen）和阿纳斯·马达弗恩（Anath Madhavan）搜集了一个关于债券和股票发行的新的国别数据库，并研究这

些市场变量对金融结构有什么影响。这是第一次系统地证明不同国家和地区不同时间初级市场融资数量。通过关注各种制度和宏观经济因素的作用，作者们检验了初级市场业务活动的决定因素。他们提出，宏观经济稳定性与外部融资的选择高度相关，而制度框架在融资决策中扮演了同样重要的角色。关键制度因素包括股票市场的流动性、银行系统的集中度和银行部门与股票市场的相对规模。最后，作者们观察到，市场导向系统更依赖于外国证券，它突出的表现为这种依赖驱动了市场导向系统的变化。

1.4 金融结构和绩效：国别研究

国别研究回应了国家和地区层次、产业层次和企业层次的发现：总体金融发展对于经济成功很重要，但这样的金融结构并不能区分各自成 10
功的特征。在研究金融结构的同时，每个国家和地区的研究自然关注到所研究国家和地区的特殊问题。

在第八章，“智利的金融结构”，弗朗西斯科·加里格（Francisco Gallego）和诺曼·罗扎（Norman Loayza）研究了最近 20 年智利金融系统的发展。他们利用企业层次的数据和纵列计量经济学技术获得了一些假说。他们指出，在智利的金融系统的实质性改进过程中，智利企业在进行投资决策时受到的现金约束更少了。所以，智利总体金融发展放松了现金流约束，从而促进了更有效的资金配置。而且，他们还提出，银行系统的快速发展促使了对债务依赖的增加。即使资本市场发展降低了企业股权融资的成本，这种情况也会发生。最后，加里格和罗扎强调了智利的金融系统的国际化。确切地讲，智利企业发行美国存款单据的能力显示了放松借款约束的未来绩效的积极信号。所以，智利是一个已经发展了较好的市场和拥有体系健全的银行的国家，而且已经能够更好地进入国际股权和债务市场。总体金融发展的改进已经提高了资本的配置。在负债率上升的同时，没有证据显示金融结构的改变实质上积极影响了智利的企业绩效。

在第九章，“银行导向和市场导向经济中的企业融资选择”，瑟吉尔·施穆克勒（Sergio Schmukler）和艾斯特班·维斯皮罗尼（Esteban Vesperoni）研究了国际化对企业融资决策的影响和这种影响是否依赖

于金融结构。确切地讲，这一章检验了国际自由化是否改变了企业的融资选择，以及国内金融发展和结构的水平是否影响国际自由化对企业融资选择的冲击。作者们利用了来自亚洲和拉丁美洲的公司层次的数据。他们表明，在具有发展良好的金融系统的国家和地区，国际自由化对公
11 司融资选择的影响比较小。施穆克勒和维斯皮罗尼也指出，金融结构——一个国家和地区银行导向或者市场导向的程度——并不影响自由化对公司融资决策的冲击。这些证据再次意味着，是总体金融发展而不是金融结构影响决策。

在第十章，“企业集团、金融自由化和增长：印度尼西亚案例”，安迪·崔（Andy Chui）、谢里登·蒂特曼（Sheridan Titman）和K·C·约翰·卫（K. C. John Wei）检验了印度尼西亚的案例。他们研究的是，在应对金融自由化方面，与企业集团相联系的企业是否与其他独立的企业有所不同。在很多发展中国家和地区，企业集团控制了经济中资产的重要部分，并被有政治权力的企业所控制。这些集团可能在以下方面比独立的企业具有更大的力量：（1）获得资本和（2）影响和绕开政府监管。在这种情况下，这些集团可能阻止金融市场自由化，因为自由化倾向于减少他们的权力。确切地讲，强有力的集团可能青睐一个集中的银行导向系统而不是自由的、难以控制的市场。为了探究这些可能，崔、蒂特曼和卫检验了金融自由化对印尼企业集团和独立企业的影响。他们没有发现差异：企业集团与独立企业的反应没有什么不同。这个结论在印尼股票市场引人注目地增加和发展时期一直成立。

1.5 研　究

本书关注三个普遍存在的问题。

1. 随着国家和地区发展，国家和地区金融系统发生了什么？

2. 总体金融发展的确影响经济增长和企业绩效吗？

3. 金融系统的结构——银行导向或者市场导向——影响经济增长和企业绩效吗？

通过不同的分析，答案惊人的清晰。首先，我们发现随着国家和地区变得更加富裕，其金融系统倾向于总体发展，并更加具有市场导向

性。其次，我们发现总体金融发展倾向于加快经济增长，促进新企业创建，便利企业外部融资并促进企业成长。而且，证据有力地证明以下观 12
点：法律系统通过有效地保护外部投资者及有效执行合同，改进了金融市场和中介的运行，进而促进了长期经济增长。再次，在区分不同国家和地区金融系统方面，金融结构不是有用的分析途径。无论是在市场导向金融系统中还是在银行导向金融系统中，国家和地区增长都不比另一方更快，新企业的创建与企业获得外部融资并不更容易，企业并不成长得更快。

可能会过于简单，但我们还是将本书的发现概要如下：总体金融发展对经济成功的确有影响，但金融结构实质上似乎并没有太大影响。所以，政策制定者较少关注他们的国家和地区是银行导向或者市场导向，而较多关注法律、监管和推进市场和银行运行的政策改革时，可能能够获得更大的回报。

在为这篇导论下结论之前，我们强调这样一个重要的条件：因为不存在被普遍接受的金融结构的定义，我们的度量可能会倾向于失误。本文列举的文献利用了一系列不同的度量，结合了不同的分析程序，都得出了同样的结论。然而，你可以拒绝所有关于金融结构的度量并因此拒绝本书的结论。我们完全接受这种可能性。我们希望我们的努力促进了那些进一步研究金融结构和经济发展的人的边际产出。也许，戈德史密斯（1969）在讨论他自己的努力时说得很好："我不能希望摆脱统计错误和疏漏……我所能做的就是从这句谚语中获得宽慰，没有风险，就没有收获，然后相信那些再次研究这个领域的人将可能获得更大的收获，特别是他们每小时的劳动能获得更高的产出。"

参考文献

Allen, Franklin. 1993. Stock markets and resource allocation. In *Capital* 13
markets and financial intermediation, ed. C. Mayer and X. Vives, 148–151. Cambridge: Cambridge University Press.

Allen, Franklin, and Douglas Gale. 2000. *Comparing financial systems*. Cambridge, MA: MIT Press.

Beck, Thorsten, Ross Levine, and Norman Loayza. 2000. Finance and the sources of growth. *Journal of financial Economics* 58 (1): 261–300.

Demirgüç-Kunt, Asll, and Vojisilav. Maksimovic. 1998. Law, finance, and firm growth. *Journal of Finance* 53 (6): 2107–2137 (December).

Demirgüç-Kunt, Asll, and Vojisilav. Maksimovic. 1999. Institutions, financial markets, and firm debt maturity. *Journal of Financial Economics* 54: 295–336.

Gerschenkron, Alexander. 1962. *Economic backwardness in historical perspective, a book of essays*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Goldsmith, Raymond W. 1969. *Financial structure and development*. New Haven, CT: Yale University Press.

King, Robert G., and Ross Levine. 1993a. Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics* 108: 717–738.

King, Robert G., and Ross Levine. 1993b. Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence. *Journal of Monetary Economics* 32: 513–542.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy* 106 (6): 1113–1155.

Levine, Ross. 1998. The legal environment, banks, and long-run economic growth. *Journal of Money, Credit, and Banking* 30 (3, Pt. 2): 596–620 (August).

Levine, Ross. 1999. Law, finance, and economic growth. *Journal of Financial Inter-mediation* 8 (1/2): 36–67.

Levine, Ross. Forthcoming. Napoleon, Bourses, and growth: With a focus on Latin America. In *Market augmenting government*, ed. Omar Azfar and Charles Cadwell. Ann Arbor: University of Michigan Press.

Levine, Ross, and Sara Zervos. 1998. Stock markets banks, and economic growth. *American Economic Review* 88 (3): 537–558 (June).

Levine, Ross, Norman Loayza, and Thorsten Beck. 2000. Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of Monetary Economics* 46 (1): 31–77 (August).

Morck, Randall, and Masao Nakamura. 1999. Banks and corporate control in Japan. *Journal of Finance* 54: 319–340.

Rajan, Raghuram G. 1992. Insiders and outsiders: The choice between informed and arms length debt. *Journal of Finance* 47 (4): 1367–1400 (Septem-

ber).

Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales. 1998. Financial dependence and growth. *American Economic Review* 88 (3): 559-586 (June).

Weinstein, David E., and Yishay Yafeh. 1998. On the costs of a bank-centered 14 financial system: Evidence from the changing main bank relations in Japan. *Journal of finance* 53 (2): 635-672.

Wenger, Ekkehard, and Christoph Kaserer. 1998. The German system of corporate governance: A model which should not be imitated in competition and convergence. *In Financial markets: The German and Anglo-American Models*, ed. Stanley W. Black and Mathias Moersch, 41-78. New York: North-Holland Press.

Wurgler, Jeffrey. 2000. Financial markets and the allocation of capital. *Journal of Financial Economics* 58 (1): 187-214.

【注释】

[1] 特别是，企业层次研究（Demirgüç-Kunt and Maksimovic，1998）、产业层次研究（Rajan and Zingales，1998；Wurgler，2000）、国别研究（King and Levine，1993a，b；Levine and Zervos，1998）和国家和地区混合横截面、时间序列研究（Beck，Levine and Loayza，2000）发现，金融发展与增长正相关，并且这种关系并不只是因为联立性偏误。

[2] 见德米尔古克-肯特和马克斯诺维奇（1999）；莱文（1998，1999），即将出版；和莱文、罗扎和贝克（2000）。

Ⅱ

金融结构的度量和决定因素

2. 金融结构数据库

索尔森·贝克
埃斯里·德米尔古克-肯特
罗斯·莱文

2.1 导　言

近来日益丰富的文献肯定了金融发展对经济增长的重要性。[1]银行业部门规模和股票市场的规模和流动性等指标和同期人均GDP增长高度相关。而且，新的证据显示，银行业部门发展和股票市场发展的水平都和经济增长有因果影响。[2]最近在东南亚和拉丁美洲发生的金融危机进一步说明了运行良好的金融部门对整体经济的重要性。 17

本章介绍了一个新的数据库，这是第一次给金融分析家和研究者提供了一个对金融部门的发展、结构和绩效的整体评估。本书提供的这个数据库包括的统计量涉及各种金融中介和市场的规模、活动和效率，这些统

计数据涵盖了多个国家和地区在多个时期的相关指标。所以，如果金融分析家和研究者希望将一个特定国家和地区金融发展水平和金融部门结构与区域内其他国家和地区或者具有类似的人均 GDP 水平的国家和地区进行比较，这个数据库就能够派上用场。它允许对金融系统进行时点和跨期比较。

以前，金融分析家和研究者进行分析只能根据很少的关于银行部门和股票市场的指标，现在他们利用的是国际货币基金组织（IMF）的国际金融统计（IFS）和国际金融公司（IFC）新兴市场数据库的数据。
18 这个新的数据库利用了一系列更广泛的数据来源，构造了一套关于金融机构和市场的规模、活动和效率的更丰富的指标。确切地讲，这个数据库利用了银行特有的数据构造了关于市场结构和商业银行效率的指标体系。而且，这个数据库首次系统地编辑了关于银行部门公共所有权和私人所有权的分立数据。这个数据库首次尝试定义和构造非银行金融中介——例如保险公司、养老基金和非存款货币银行——的规模和活动指标。最后，这个数据库首次包含了初级股权市场和初级与次级债券市场的规模指标。这形成了一套独特的指标体系，它们从不同角度考察不同国家和地区在不同时期金融部门的结构和发展。

本章的其余部分组织如下。第 2.2 部分讨论了金融中介规模和活动的指标。第 2.3 部分介绍了商业银行的市场结构和效率的指标。在第 2.4 部分我们定义其他金融机构规模和活动的指标。股票和债券市场指标在第 2.5 部分被介绍。每个部分都介绍了指标、来源和样本以及不同收入水平国家和地区集合指标的差异。第 2.6 部分给出了结论。表 2—1 提供了所有有关国别和时间序列的指标的总的看法。附录给出了指标的来源和解释。

19 **表 2—1** **变量范围**

	时间跨度	国家和地区数量	观测数量
中央银行资产占金融总资产比	1960—1997	79	2 177
存款货币银行资产占金融总资产比	1960—1997	79	2 177
其他金融机构资产占金融总资产比	1960—1997	79	2 177
存款货币银行资产占中央银行资产比	1960—1997	169	4 651
流动负债占 GDP 比	1960—1997	159	3 873
中央银行资产占 GDP 比	1960—1997	153	3 671

续前表

	时间跨度	国家和地区数量	观测数量	
存款货币银行资产占 GDP 比	1960—1997	160	3 912	
其他金融机构资产占 GDP 比	1960—1997	80	2 008	
存款货币银行私人贷款占 GDP 比	1960—1997	160	3 901	
存款货币银行和其他金融机构私人贷款占 GDP 比	1960—1997	161	3 923	
净利差	1990—1997	129	721	
管理费用	1990—1997	129	719	
集中度	1990—1997	137	822	
外国银行份额（资产）	1990—1997	111	673	
外国银行份额（数量）	1990—1997	111	673	
公共份额	1980—1997	41	213	
其他类似银行的机构的总资产占 GDP 比	1980—1997	54	766	
人寿保险公司总资产占 GDP 比	1980—1997	24	333	
保险公司总资产占 GDP 比	1980—1997	40	547	
私人退休和养老基金总资产占 GDP 比	1980—1997	16	185	
集合投资计划总资产占 GDP 比	1980—1997	27	295	
开发银行总资产占 GDP 比	1980—1997	46	634	
其他类似银行的结构的私人贷款占 GDP 比	1980—1997	43	652	
人寿保险公司私人贷款占 GDP 比	1980—1997	17	258	
保险公司私人贷款占 GDP 比	1980—1997	19	275	
私人退休和养老基金的私人贷款占 GDP 比	1980—1997	11	126	20
集合投资计划的私人贷款占 GDP 比	1980—1997	10	106	
开发银行的私人贷款占 GDP 比	1980—1997	38	555	
人寿保险渗透度	1987—1996	85	682	
人寿保险密度	1987—1996	85	682	
股票资本的市场总值占 GDP 比	1976—1997	93	1 171	
股票市场交易总值占 GDP 比	1975—1997	93	1 264	
股票市场换手率占 GDP 比	1976—1997	93	1 154	
私人债券市场资产占 GDP 比	1990—1997	37	287	
公开债券市场资产占 GDP 比	1990—1997	37	287	
股票发行占 GDP 比	1980—1995	42	586	
长期私人贷款发行占 GDP 比	1980—1995	40	508	

2.2 金融中介的规模和活动

第一组指标比较了中央银行、存款货币银行和其他金融机构相对于

彼此和相对于 GDP 的规模和业务活动。我们利用来自国际货币基金组织的国际金融统计数据来构造这些指标。数据覆盖了 1960 年到 1997 年期间的 175 个国家和地区。

2.2.1 金融机构组

这一部分的指标区分了三组金融机构：中央银行、存款货币银行和其他金融机构。[3]这三组的定义与货币基金组织的定义相同。第一组包括中央银行和履行货币当局职能的其他机构。[4]第二组，存款货币银行，由所有具有如下特征的金融机构组成，即具有以存款形式存在的负债，存款可通过支票或其他可用于支付的形式进行转换（国际货币基金组织，1984，29）。第三组——其他金融机构——由其他类似银行的机构和非银行金融机构组成。它们如同金融中介机构般提供服务，但没有可作为支付手段的负债。其他类似银行的机构包括（1）接受存款但不提供可转让存款服务的机构，（2）主要通过发行流动债券为自身融资的中介，（3）开发银行，和（4）境外单位。非银行金融中介包括保险公司、养老金、信托和保管账户、不动产投资计划、其他集资计划和强制储蓄计划。尽管关于其他类似银行机构的数据通常通用和完整，但关于非银行金融机构的数据却不完整。

我们区分了两个不同的资产负债表项目：对国内非金融部门（a 到 d 项）总的债权和对私人部门的债权（d 项）。[5]接着，我们将前者表示
21 为资产，将后者表示为私人贷款。资产涉及履行各种中介职能的国内全部金融中介，私人信贷则涉及私人非金融部门的那些金融中介。对于这两个指标，我们排除了对中央银行、存款货币银行和其他金融机构（e 到 g 项）的债权，以及一个金融部门对另一部门的债权。

2.2.2 金融中介规模的指标

我们显示了两组规模指标。相对规模指标度量三个金融部门相对于彼此的重要性；绝对规模指标度量它们相对于 GDP 的规模。

相对规模指标

只有三个金融部门数据都可获得时，前三个指标才会被采用。这些指标是：

- 中央银行资产占金融总资产比

● 存款货币银行资产占金融总资产比
● 其他金融机构资产占金融总资产比

金融总资产是指中央银行、存款货币银行和其他金融机构资产的总和。

因为这些指标只有在三类部门数据都可获得时才计算，我们构造了一个可供选择的指标，用以度量存款货币银行相对于中央银行的相对重要性：存款货币银行资产占中央银行资产比。金和莱文（1993a，b）以及莱文、罗扎和贝克（2000）等将这个比率作为金融发展的指标使用过，它等于存款货币银行资产与存款货币银行和中央银行资产总和的比率。

绝对规模指标

下面三个指标度量三个金融部门相对于 GDP 的规模：

● 中央银行资产占 GDP 比
● 存款货币银行资产占 GDP 比
● 其他金融机构资产占 GDP 比

通过对比三个金融部门与经济规模，这些指标给出了金融服务绩效 22
重要性的证据。资产包括对总体非金融实际部门的债权，非金融实际部门包括政府、公共企业和私人部门。

因为很多研究者关注资产负债表的负债方，所以我们也包括了负债绝对规模的指标。流动负债占 GDP 比相当于银行和其他金融中介的通货加上即期应付票据和附息债务除以 GDP。这是关于金融中介的可获得的最宽泛的指标，因为它包括了所有三个金融部门。对于分子我们用 551 项，如果无法获得数据，则用 351 项。虽然 351 项包括货币当局和存款货币银行，551 项也包括其他金融机构，如同国际货币基金组织定义的一样。351 项也经常被称为 M2。流动负债是衡量金融深度的一个典型指标，这个指标没有区分金融部门或者负债的作用。

2.2.3 金融中介活动的指标

因为规模指标没有区分对金融中介的债权是对公共部门还是对私人部门，下面两个指标关注对私人部门的债权：

● 存款货币银行的私人贷款占 GDP 比
● 存款货币银行和其他金融机构的私人贷款占 GDP 比

虽然第一个指标相当于是存款货币银行对私人部门的债权除以 GDP，第二个指标包含了存款货币银行和其他金融机构的债权。这两个指标都

区分了对私人部门发放的贷款和对政府与公众企业发放的贷款。而且，它们还关注除了中央银行之外的中介发放的贷款。它们是衡量金融中介的主要活动——将储蓄调拨给投资者——的指标。这两个指标都被研究者用过，首先使用的是莱文和泽沃斯（Levine and Zervos，1998），后来是莱文、罗扎和贝克（1999）和贝克、莱文和罗扎（1999）。

23 2.2.4 关于平减

我们能依据分母区分两组指标。第一组由两个存量比率组成，而第二组是一个存量和一个流量的比率，特别是 GDP。存量是在期末度量的，而流量则被定义在相对于一个时期内。这使第二组指标中出现了正确选择时间和正确平减的问题。为了解决这些问题，我们将年底金融资产负债表项目（FD）平减为年底消费价格指数（CPI），将 GDP 系列平减为每年的 CPI。[6]然后，我们计算真实金融资产负债表项目在 t 年和 $t-1$ 年的均值，并将这个均值除以 t 年的真实 GDP。年末 CPI 是 12 月的数值，如果没有可供使用的数据，则用第四季度的数值。公式如下：

$$\frac{0.5\times\left(\frac{FD_t}{CPI_{e,t}}+\frac{FD_{t-1}}{CPI_{e,t-1}}\right)}{\frac{GDP_t}{CPI_{a,t}}} \qquad (2—1)$$

其中，e 代表期末，a 代表期间平均。

2.2.5 金融中介在不同收入组之间的跨时期发展

如图 2—1～图 2—3 所示，我们关于金融中介发展的指标在不同国家和地区的不同时期有一定的变化。[7]图 2—1 显示，随着我们从低收入国家和地区转到高收入国家和地区，中央银行的相对重要性下降了，而被其他金融机构所获得。与中央银行相比，存款货币银行以更高的收入水平获得了这种重要性。[8]如图 2—2 所示，以流动资产与 GDP 的比值表示的金融深度指标随着收入水平的提高而提高。国家和地区越富裕，存款货币银行和其他金融机构就越大越活跃。图 2—3 显示，20 世纪 60 年
24 代之后，流动负债占 GDP 的比值和存款货币银行的私人贷款占 GDP 的比值持续上升。中央银行资产占 GDP 的比值从 20 世纪 60 年代到 80 年代首次上升，90 年代又有所下降。存款货币银行资产占中央银行资产的比值

也是先上升，然后长期下降，这种情况主要是低收入国家和地区带来的。

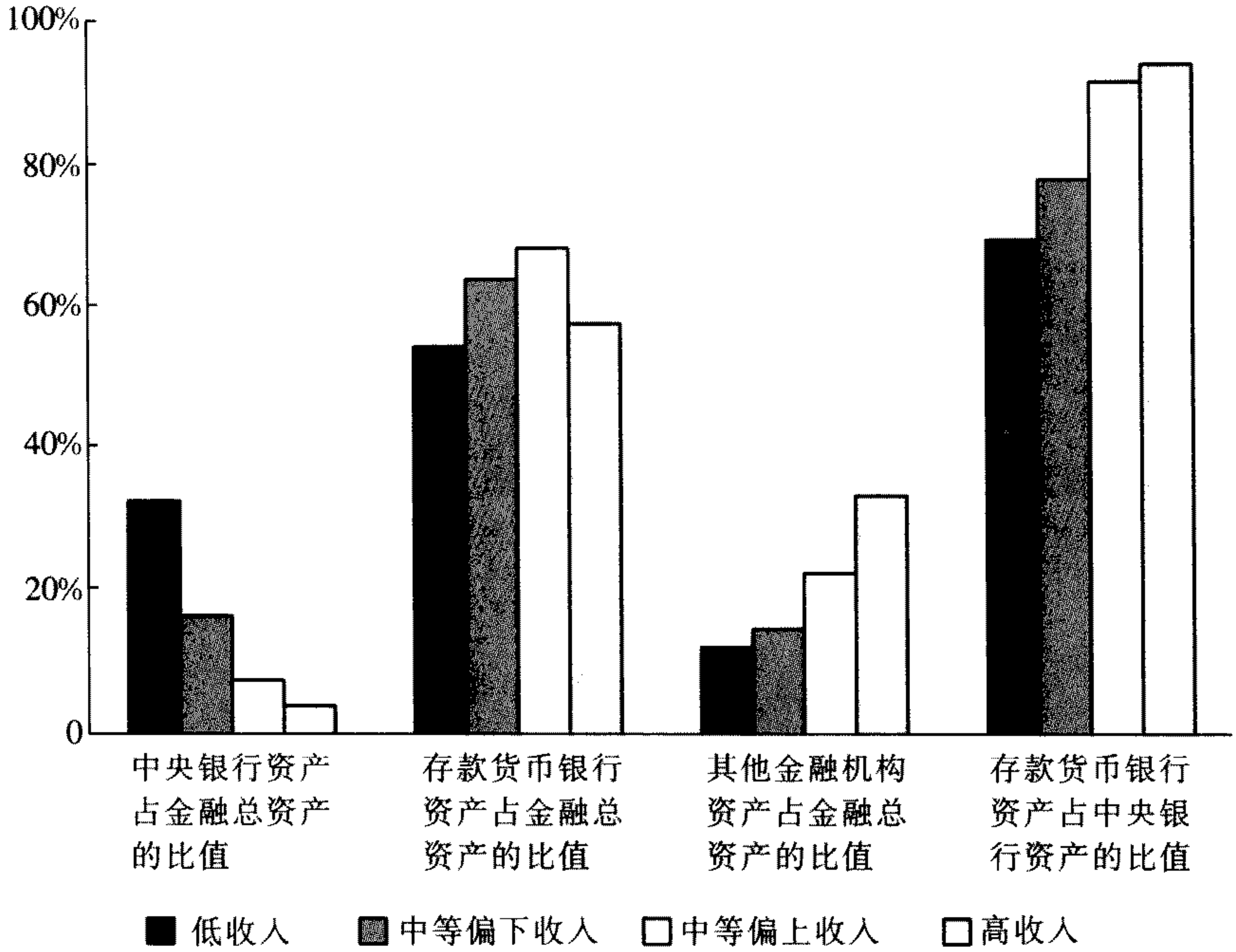


图 2—1　不同收入组金融中介的发展

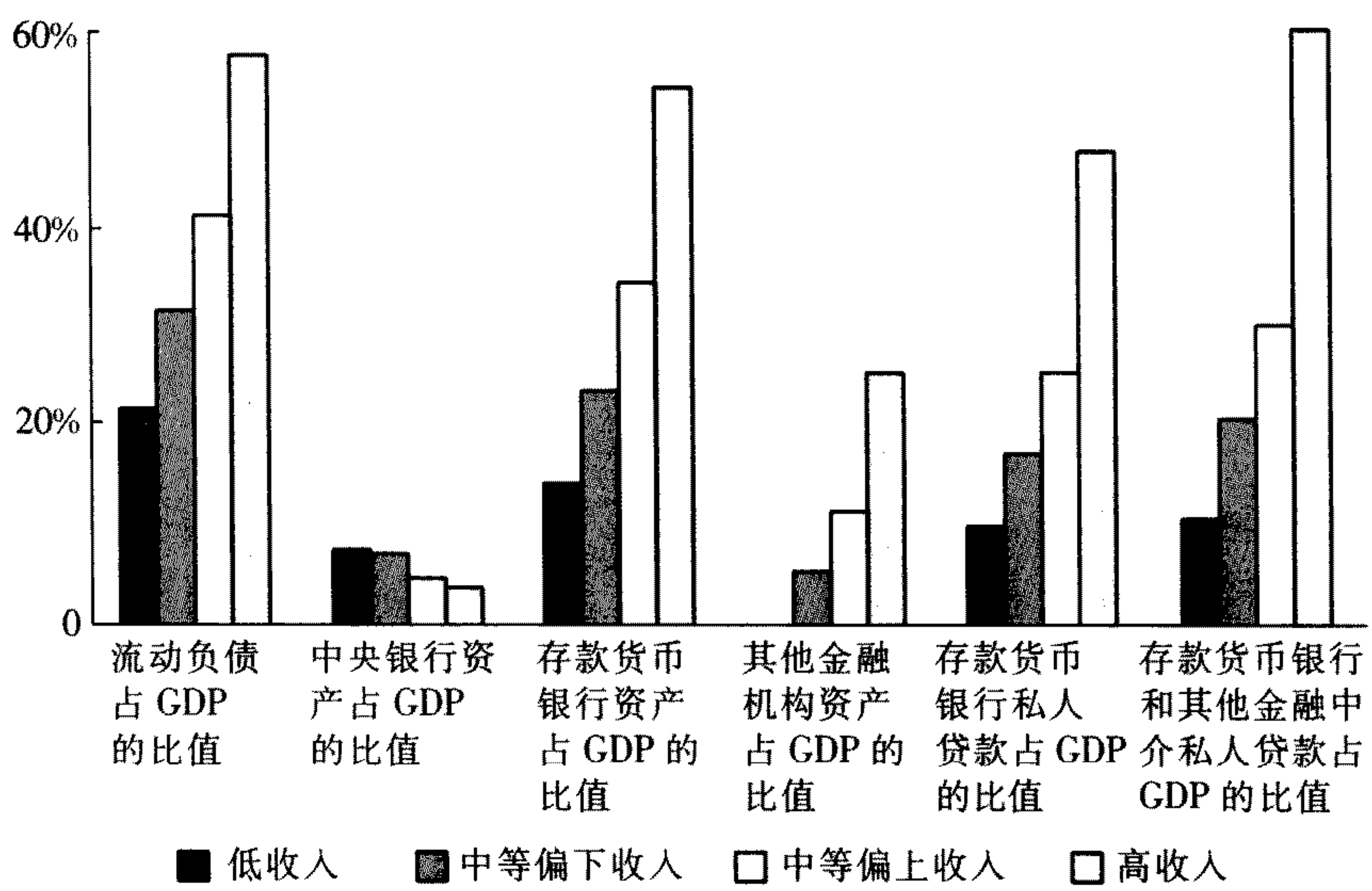


图 2—2　不同收入组金融中介的发展

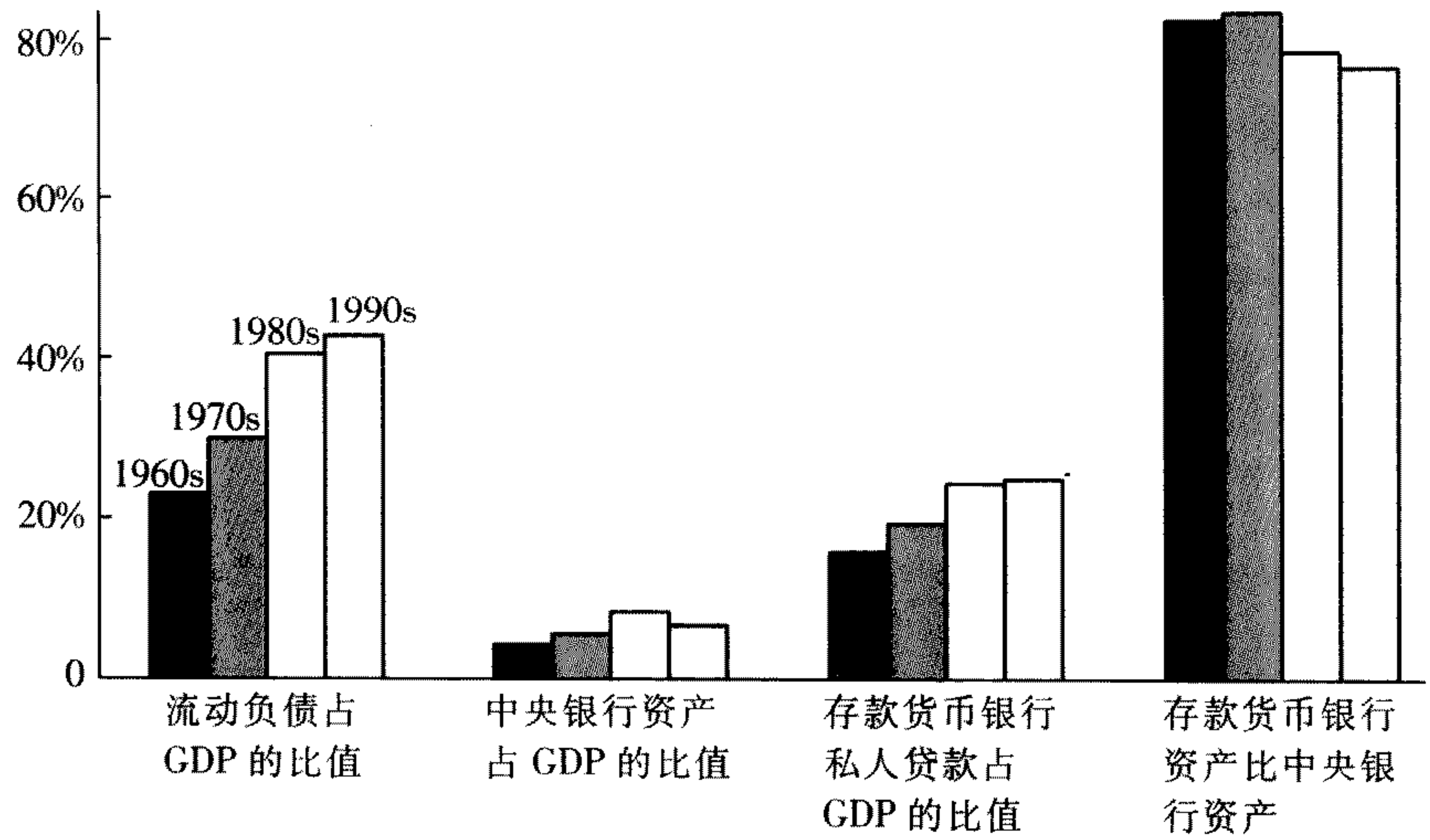


图 2—3　不同时期金融中介的发展

2.3　商业银行的效率和市场结构

25 这一部分提供了商业银行效率和市场结构的指标。[9] 数据来自 IBCA 的银行概览数据库提供的各个银行的资产负债表和各个国家和地区的资料，比如中央银行和监督机构出版物。[10]

2.3.1　效率的指标

金融中介的主要活动之一是将资金从存款者转移到投资者。我们构造了两个商业银行进行此项活动的效率的潜在（可能）指标。净利差幅
26 度相当于银行净利息收入的账面值，这是它的总资产的一部分。[11] 营业费用相当于银行的营业费用的账面值，这也是它的总资产的一部分。

与前面的部分不同，出于各种原因，我们不平减这两个指标的分子和分母，虽然它们是在不同时点度量的一个流量和一个存量的比率。首先，与宏观经济变量不同，各个银行的资产和收入流不存在明显的缩水。其次，与宏观经济变量和金融部门资产不同，各个银行流量和存量是直接相关的。再次，与 GDP 不同，金融资产和流量不等于数量乘以价格。最后，我们可能会损失大约 25％的观察值。[12]

2.3.2 市场结构的指标

在此我们选择并列出了商业银行集中度、外国银行渗透度以及商业银行的公共所有权与私人所有权比值的数据。

我们利用集中度这个指标，它是居于前三位的银行的资产与总的银行部门资产的比率。商业银行部门高度集中可能导致缺乏吸引储蓄以及将它们调配给有效的投资者的竞争压力。一个高度分割的市场可能是银行投资不足的证据。

我们列举了外国银行集中度的两个指标：外国银行份额（数目），相当于所有银行中外国银行的数目，和外国银行份额（资产），相当于外国银行在总银行部门资产中所占的份额。[13]克拉森斯、德米尔古克-肯特和休伊曾加（1997）显示，外国银行集中度的上升导致银行更低的盈利性和经营费用。德米尔古克-肯特、莱文和敏（Min）（1998）认为，更高的外国银行集中度通过推进国内银行效率来提高经济增长。如果一家银行至少50%的股权为外国人所有，该银行就被定义为“外国银行”。

公共所有权与私人所有权的比值不仅对于银行部门的研究者和政策制定者来说变得日益重要，而且对于整个经济也是如此。[14]这个数据库首次编辑了商业银行公共所有权纵向数据。公共份额相当于商业银行总资产中公共所有的商业银行的资产份额。如果一家银行至少50%的股权为政府部门或者一家公共机构持有，该银行就被定义为“公共银 27
行”。

2.3.3 资料来源和覆盖范围

净利差幅度、经营费用、集中度和外国银行渗透度的数据是利用利润表得出的，商业银行资产负债表数据来自IBCA提供的银行概览数据库。数据提供了137个国家和地区自1990年以来的数据。为了确保覆盖的范围合理，只有在既定年份中至少拥有三家银行的国家和地区才被列入。虽然IBCA平均大约覆盖了既定国家和地区以及既定年份中银行部门资产的90%，但样本还是可能出现失误和偏差。净利差幅度和经营费用是按一个国家和地区既定年份的平均值计算。虽然对这两个效率指标我们只利用不合并的资产负债表，但是在计算集中度指数和外国银行渗透度时，我们同时利用了不合并的和合并的资

产负债表。[15]

公共所有权与私人所有权之比的数据来自银行概览数据库，加登和莫利纽克斯（Gardener and Molyneux，1990），以及各个国家和地区的资料，比如中央银行或者监督机构出版物。[16]数据提供了从20世纪80年代到90年代41个发达以及发展中国家和地区的数据。来自银行概览数据库的数字与其他渠道估计得到的数字都被进行了双重检验。

2.3.4 商业银行在不同收入组中的效率和市场结构

如图2—4所示，商业银行在高收入国家和地区以及中等偏上收入的国家和地区中更有效。收入水平和商业银行部门的集中度之间存在负相关关系。在外国银行数量和资产两方面，低收入国家和地区以及中等
28 偏下收入的国家和地区中外国银行渗透程度都更高。

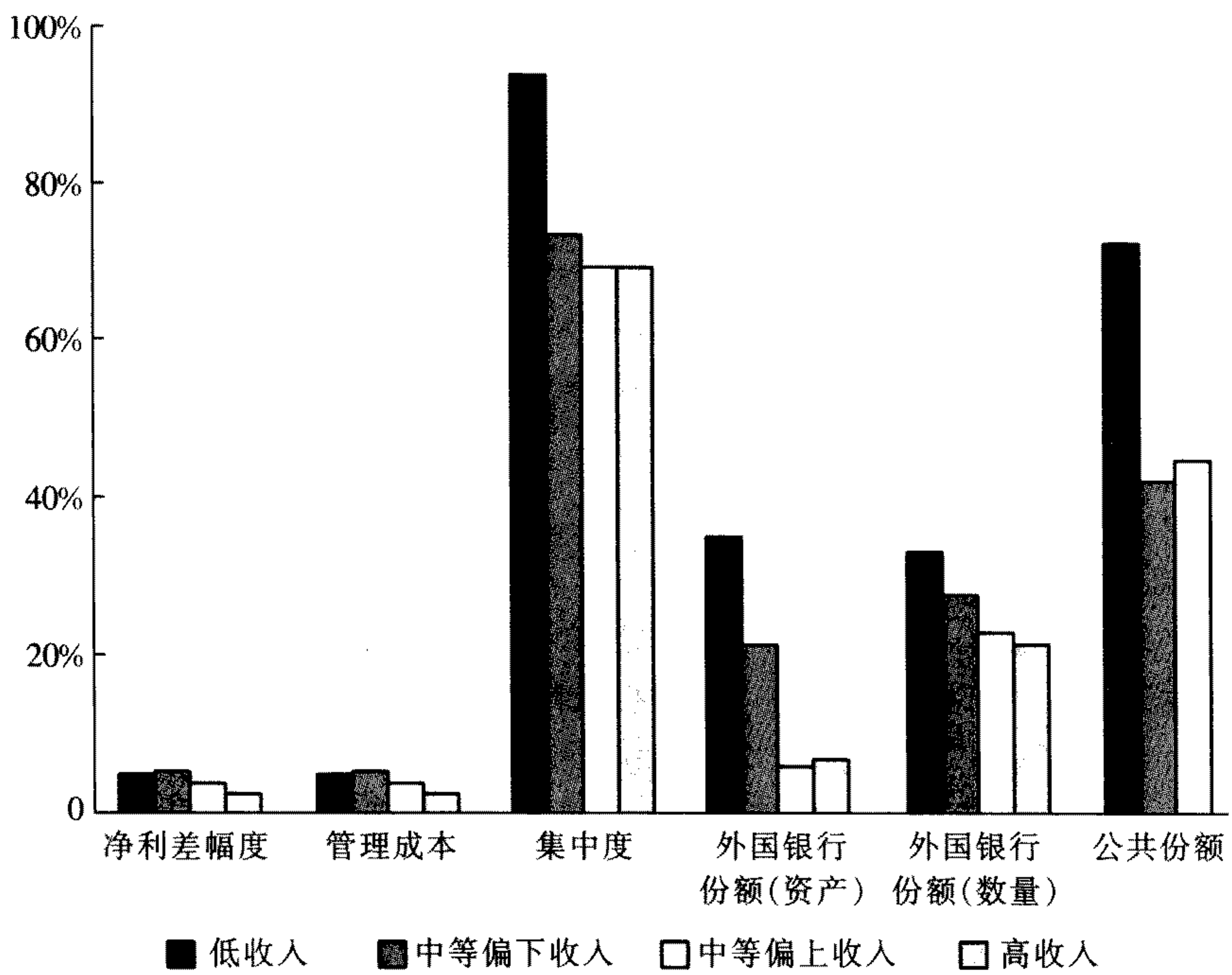


图2—4 不同收入组商业银行的效率和市场结构

最显著的变量是商业银行的公共所有权和私人所有权之比。低收

人国家和地区中，商业银行资产中公共银行资产超过 70%，中等收入国家和地区中这个数字大约是 40%，而发达国家和地区中这个数字则是 0。[17]

2.4 其他金融机构

这一部分的数据库列出了首次系统搜集了的除了中央和存款货币银行之外的金融中介数据。

2.4.1 其他金融机构的类别

在 2.2 部分里，我们在一个分组中包括了除了中央和存款货币银行之外的其他所有金融中介，称之为“其他金融机构”。在这一章，我们试图通过将这一部分划分为五个小组来使之更容易了解。

1. 类似银行的机构：这一类包括两组机构：（a）接受存款而不提供可转换存款服务的中介，和（b）主要以流动负债形式在金融市场进 29
行融资的中介。第一组包括诸如储蓄银行、合作银行、抵押银行和住房互助社团。第二组包括金融公司。这些机构通常因为历史、法律或者税收原因而专门从事特殊的活动。[18]

2. 保险公司：在保险公司这一类中，我们可以分为人寿保险公司和其他保险公司。我们不包括政府社会保险制度中的那一部分保险基金。

3. 私人退休金和养老金：如同人寿保险公司，私人退休金和养老金的目的是共同分担风险和积累财富。我们不包括作为政府社会保险制度中的那一部分养老基金。

4. 集合投资计划：这些金融机构为了他们股东的利益而投资于一种特定类型的资产，例如不动产投资计划或者共同基金。

5. 开发银行：这些金融机构主要从政府、其他金融机构和超国家和地区组织获得资金。在资产方，它们经常集中于几组特殊的借款人。这些机构大部分是在第二次世界大战之后或者独立以后建立起来用以鼓励经济开发的。

2.4.2 其他金融机构的规模和活动的指标

这里我们列出了与 2.2 部分类似的规模和活动指标，加上了一些保险发展的附加指标。

对于所有五组其他金融机构，我们通过计算总资产占 GDP 的比值来构造它们相对于 GDP 的规模指标。与 2.2 部分不同，总资产指资产负债表的总资产。[19]我们还通过度量对私人部门的债权占 GDP 的比值构造了活动指数。

对于保险部门，我们包括一个附加规模指数和两个附加活动指标：我们列出了人寿保险部门的资产和私人贷款，这个部门的零散数据是可以获得的。我们也通过保险费/GDP 度量了人寿保险渗透度，通过保险费/人口度量了人寿保险密度。第一个指标提供了人寿保险公司相对于总体经济的重要性，第二个指标提供了人寿保险的人均预
30 备花费。[20]

2.4.3 资料来源

其他金融机构规模和活动的数据大部分来自 IFS 以及各个国家和地区的资料，例如中央银行、银行和保险监督机构以及统计年鉴。[21]这些是 65 个国家和地区自 1980 年以来的数据。

人寿保险渗透度和人寿保险密度的数据来自 SIGMA，一份 Swiss Re 出版的月度出版物。它们的数据基于商业活动保险公司的直接保险费数量，不论它们是公有还是私有（SIGMA，1998，4：4）。它们的数据也只包括国内保险企业，不论它们是由国内保险人还是国外保险人管理。可用的数据来自 88 个发展中以及发达国家和地区，时间自 1987 年开始。[22]

2.4.4 不同收入组中其他金融机构的发展

图 2—5 显示，随着我们从低收入国家和地区向高收入国家和地区移动，其他所有五种类型的金融机构的私人贷款都增加了。[23]图 2—6 显示，人寿保险公司的私人贷款、人寿保险公司渗透度和人寿保险公司密度随着人均 GDP 的增加而增加。有趣的是，对于前两个指标，中等偏下收入的国家和地区的那一组显示了最低的中值。另外要注意的是，高收入国家和地区显示的人寿保险渗透度是中等偏下收

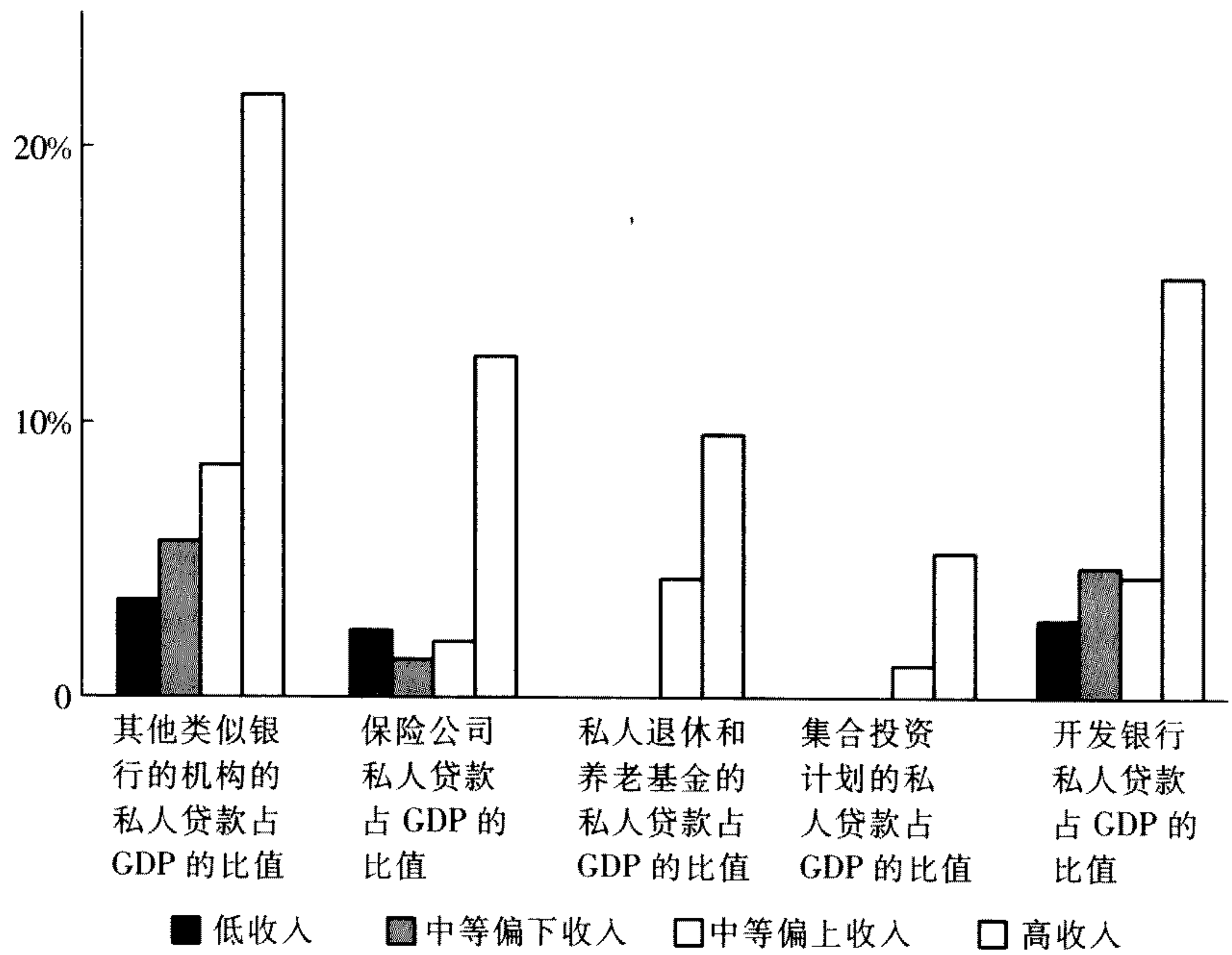


图 2—5　不同收入组其他金融机构的私人贷款

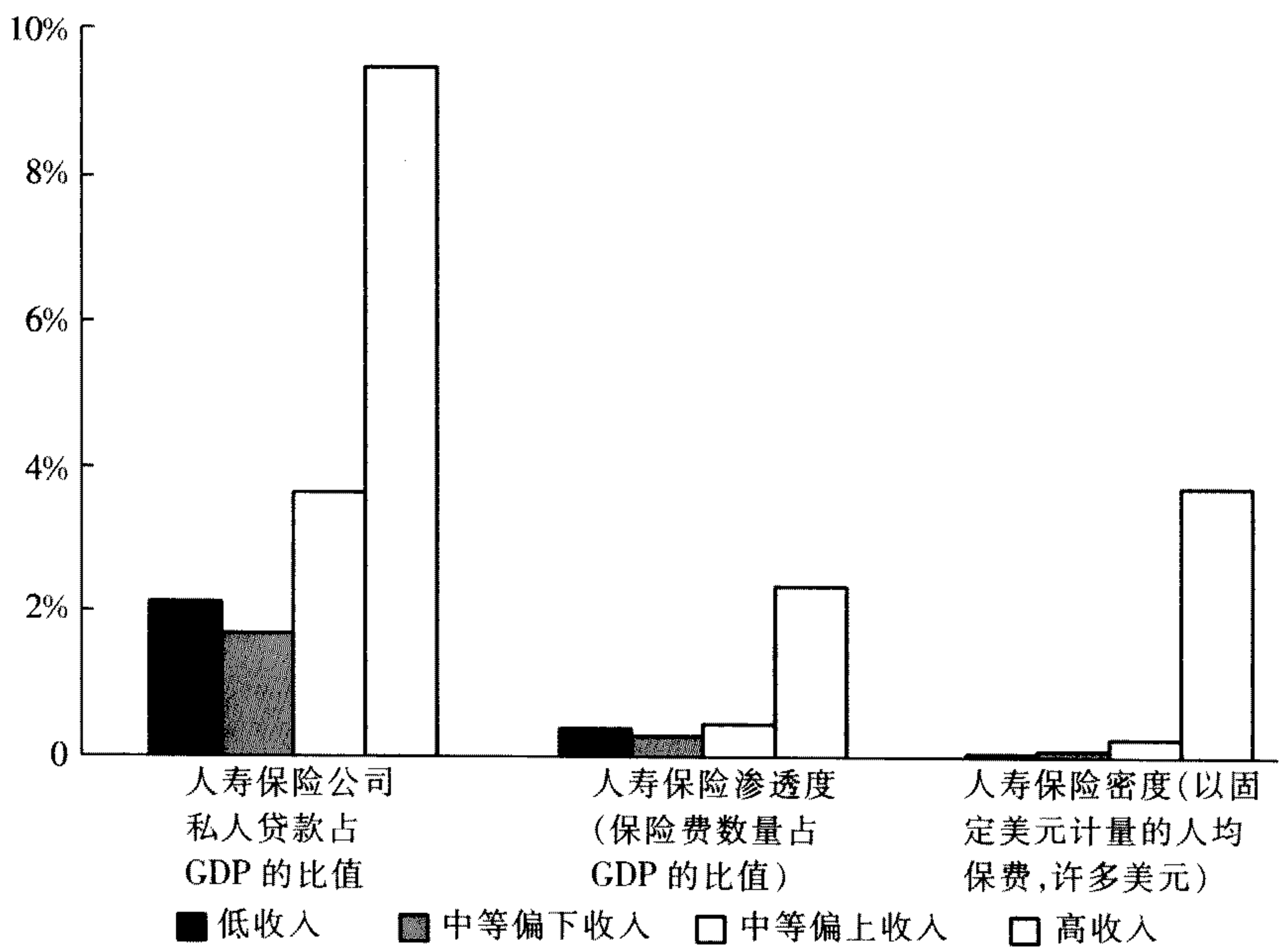


图 2—6　不同收入组人寿保险发展情况

人国家和地区的 10 倍，而人寿保险密度比低收入国家和地区高了将近 100 倍。

2.5 股票和债券市场发展

这一部分的数据库定义了初级与次级股票和债券市场的规模、业务活动和效率。这个数据库包含债券市场和初级股权市场，因此在很大意义上改进了先前的工作。我们给出了资料来源和覆盖范围，也给出了这些指标不同时期不同收入组的变量。

2.5.1 股票市场规模、活动和效率的指标

作为股票市场规模的指标，我们利用股票资本的市场总值占 GDP 的比率，这相当于交易的上市股票价值除以 GDP。分子和分母都经过适当调整，分子为 t 年和 $t-1$ 年年末的均值，都分别由各自年末 CPI 平减，而 GDP 由每年的 CPI 值平减。

为了度量股票市场的活动或者流动性，我们使用股票市场交易总值占 GDP 比，这被定义为股票市场交易的总股票交易额除以 GDP。因为分子和分母都是同一年度的流量，这种情况下就不必平减了。

我们利用股票市场换手率作为股票市场效率的指标。它被定义为总的股票交易价值占股票资本的市场总值的比率。它度量了股票市场相对于它的规模的活动或者流动性。一个小但活跃的股票市场换手率高，而一个大但流动性不强的股票市场换手率则低。因为这个指标是一个存量与流量的比率，所以我们应用了一个与资本的市场总值指标类似的平减过程。

2.5.2 债券市场规模的指标

作为国内债券市场规模的指标，我们利用私人和公共债券资本的市场总值占 GDP 比，这相当于私人的或者公共的国内实体发行的未清还的国内债券的总额除以 GDP。分子和分母都经过适当平减，分子为 t 年和 $t-1$ 年年末的均值，都分别由各自年末 CPI 平减，而 GDP 由每年的 CPI 值平减。

2.5.3 初级股票和债券市场规模的指标 32

作为初级股权和债务市场规模的指标，我们利用股权发行量占GDP比（长期私人债务发行量占GDP比），这相当于股权发行量（长 33
期私人债务发行量）除以GDP。因为分子和分母都是流量，所以都采用名义形式。

2.5.4 资料来源

次级股票市场数据大部分来自IFC的新兴市场数据库。另外的数据来自高盛（Goldman Sachs）的国际投资研究（1986）。一些数据单位是当地货币，一些数据单位是美元。为了使其一致，我们分别利用当地的CPI和美国CPI。[24]次级债券市场的数据来自国际清算银行(BIS)《国际银行和金融市场发展季度评论》，以美元为单位。初级股权和债务市场的数据来自各个国家和地区的资料以及艾尔沃德（Aylward）和格伦（1999）搜集的数据和OECD金融统计季刊。[25]它们部分以当地货币为单位，部分以美元为单位。如果GDP的数字以当地货币为单位，CPI数字就来自国际金融统计，而如果GDP数字以美元为单位，CPI数字则来自世界银行。

次级股票市场数据覆盖了93个国家和地区自1975年以来的数据。次级债券市场数据覆盖了37个国家和地区自1990年以来的数据，大部分是工业化国家和地区。初级市场数据覆盖了42个国家和地区1980—1995年的数据，这其中有工业化国家和地区，也有发展中国家和地区。

2.5.5 股票和债券市场在不同收入组中的发展

如图2—7所示，在不同收入组中，股票市场的规模、活动和效率有显著不同。具有更高的人均GDP水平的国家和地区，具有更大、更 34
活跃、更有效的股票市场。更富有的国家和地区拥有更大的债券市场，发行更多的股权——特别是私人债券。[26]如图2—8所示，最近30年，股票市场在规模、活动和效率方面都有提升。

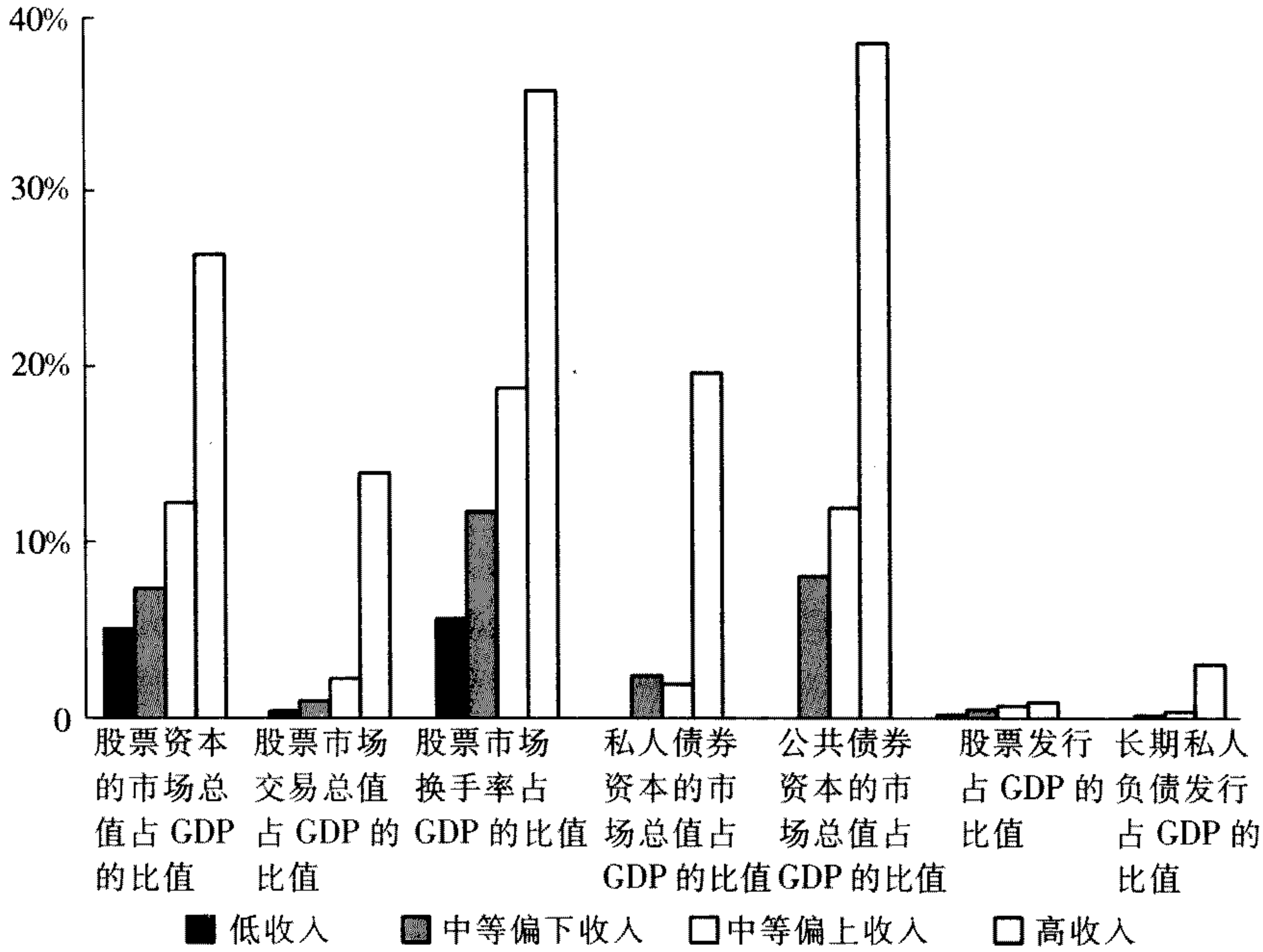


图 2—7　不同收入组股票和债券市场发展情况

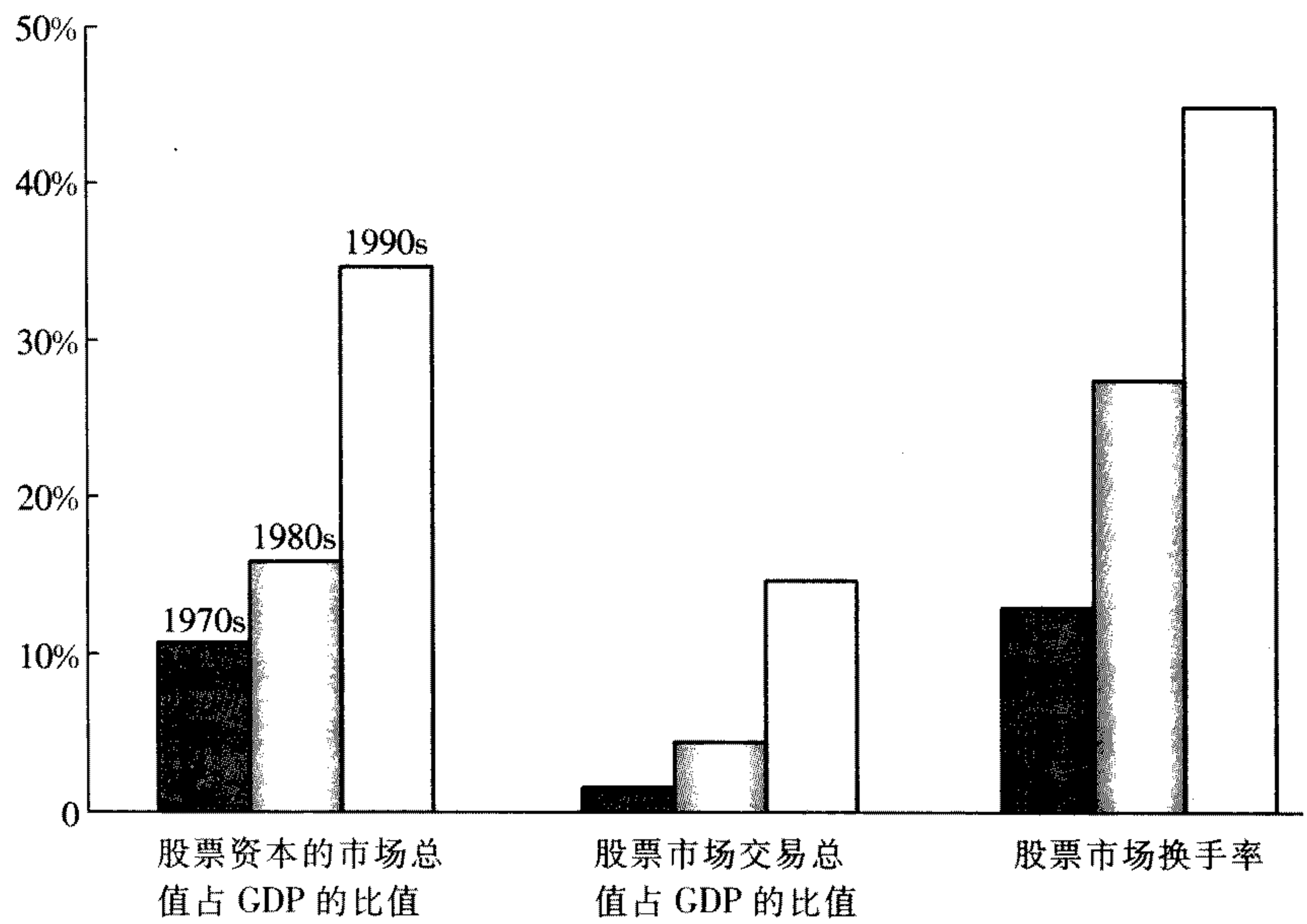


图 2—8　不同时期股票市场发展情况

2.6 结　论

本章引入了一套关于金融中介以及市场规模、活动和效率的新的并且独特的指标体系，这套指数涉及不同国家和地区及其不同时期的变 35 化。它有助于金融分析家全面评价一些国家和地区的金融部门的发展状况及其结构，同时还有助于金融分析家针对这点指标的不同时期变化以及国别差异进行全面的比较和评价。它让研究者能够解决金融经济学中更多的问题和事情。

数据库是实现更广泛研究目标的一部分，这一目标试图理解金融结构的决定因素和它对经济发展的重要性。确切地讲，所编辑的数据使构造金融结构指标成为可能，这些指标度量银行与股票市场的相对规模、业务活动和效率。之后，这些指标能够被用于研究法律、监督和政策环境之间的关系，金融结构指数（第三章）还显示了金融结构对于经济增长的含义。

附录 2.1　资料来源

2.2　部分

所有原始数据来自 IMF 的国际金融统计电子版。

下面各项包含在中央银行资产中，如果可以获得的话：

12AN. ZF	对中央政府债权（净值）
12A. ZF	MONAUTH：对中央政府债权（以本地货币计量）
12BX. ZF	MONAUTH：对官方实体债权（以本地货币计量）
12B. ZF	MONAUTH：对国家和地区以及地方政府债权(以本地货币计量)
12CD. ZF	对非金融企业债权
12C. ZF	MONAUTH：对非金融上市企业债权（以本地货币计量）
12D. ZF	MONAUTH：对私人部门债权（以本地货币计量）

下面各项包含在存款货币银行资产中，如果可以获得的话：

22ANHZF	对中央政府债权（净值）
22A. HZF	对中央政府债权
22A. MZF	对中央政府债权

22A. TZF	对中央政府债权
22A. GZF	对政府债权
22AN. ZF	对政府债权（净值）
22AE. ZF	对国家和地区财产基金债权
22A. ZF	DEPMONBKS：对中央政府债权（以本地货币计量）
36 22B. MZF	对地方政府债权
22B. GZF	对官方实体债权
22B. TZF	对国家和地区以及地方政府债权
22BX. ZF	DEPMONBKS：对官方实体债权（以本地货币计量）
22B. ZF	DEPMONBKS：对国家和地区以及地方政府债权（以本地货币计量）
22CB. ZF	对企业债权
22C. HZF	对非金融公众公司债权
22CA. ZF	对公众公司债权
22C. ZF	DEPMONBKS：对非金融公众公司债权（以本地货币计量）
22D. GZF	对私人部门债权
22D. HZF	对私人部门债权
22D. MZF	对私人部门债权
22D. TZF	对私人部门债权
22DA. ZF	对私人部门债权
22D. ZF	DEPMONBKS：对私人部门债权（以本地货币计量）
22D. IZF	财政部：对私人部门债权

下面各项包含在其他金融机构资产中，如果可以获得的话：

42BXLZF	地方和政府性有价证券
42BXKZF	对官方实体债权
42B. SZF	对地方政府债权
42B. GZF	对地方政府债权
42B. BZF	对官方实体债权
42B. FZF	对官方实体债权
42B. KZF	对官方实体债权
42B. NZF	对国家和地区以及地方政府债权
42B. LZF	对国家和地区以及地方政府债权
42BX. ZF	OTHFININST：对官方实体债权（以本国货币计量）
42B. ZF	OTHFININST：对国家和地区以及地方政府债权（以本国货币计量）

42A. LZF	对中央政府债权
42A. NZF	对中央政府债权
42A. PZF	对中央政府债权
42A. BZF	对政府债权
42A. FZF	对政府债权
42A. GZF	对政府债权
42A. HZF	对政府债权 37
42A. IZF	对政府债权
42A. KZF	对政府债权
42A. MZF	对政府债权
42A. SZF	对政府债权
42AN. ZF	对政府债权（净值）
42A. ZF	OTHFININST：对中央政府债权（以本国货币计量）
42C. SZF	对非金融公众公司债权
42C. NZF	对非金融公众公司债权
42C. LZF	对非金融公众公司债权
42C. MZF	对非金融公众公司债权
42C. GZF	对公众公司债权
42C. FZF	对公众公司债权
42C. ZF	OTHFININST：对非金融公众公司债权（以本国货币计量）
42D. BZF	对私人部门债权
42D. FZF	对私人部门债权
42D. GZF	对私人部门债权
42D. HZF	对私人部门债权
42D. IZF	对私人部门债权
42D. KZF	对私人部门债权
42D. LZF	对私人部门债权
42D. MZF	对私人部门债权
42D. NZF	对私人部门债权
42D. PZF	对私人部门债权
42D. SZF	对私人部门债权
42D. ZF	OTHFININST：对私人部门债权（以本国货币计量）
42H. SZF	固定资产/不动产
42H. LZF	不动产

下面各项包含在流动负债中：

55L. ZF　FINSURVEY：流动负债（以本国货币计量）

如果不可获得：37L. ZF—MONSURVEY：货币加上准货币（M2）（以本国货币计量）

下面各项包含在存款货币银行的私人贷款中，如果可以获得的话：

22D. GZF　对私人部门债权

22D. HZF　对私人部门债权

38 22D. MZF　对私人部门债权

22D. TZF　对私人部门债权

22DA. ZF　对私人部门债权

22D. ZF　DEPMONBKS：对私人部门债权（以本国货币计量）

22D. IZF　TREAS：对私人部门债权

下面各项包含在存款货币银行和其他金融机构的私人贷款中，如果可以获得的话：

22D. GZF　对私人部门债权

22D. HZF　对私人部门债权

22D. MZF　对私人部门债权

22D. TZF　对私人部门债权

22DA. ZF　对私人部门债权

22D. ZF　DEPMONBKS：对私人部门债权（以本国货币计量）

22D. IZF　TREAS：对私人部门债权

42D. BZF　对私人部门债权

42D. FZF　对私人部门债权

42D. GZF　对私人部门债权

42D. HZF　对私人部门债权

42D. IZF　对私人部门债权

42D. KZF　对私人部门债权

42D. LZF　对私人部门债权

42D. MZF　对私人部门债权

42D. NZF　对私人部门债权

42D. PZF　对私人部门债权

42D. SZF　对私人部门债权

42D. ZF　对私人部门债权

对于以本国货币计量的 GDP，下面各项利用 99B. ZF—NA：国内生产总值（以本国货币计量），如果不可获得的话：99B. CZF—国内生

产总值。对于消费物价指数每年的改变，使用 64. ZF 项。对于 12 月期末消费物价指数值，用 64M. ZF 项，如果不可获得，则用 64Q. ZF 的四分之一。

2.3 部分

除了公共股份外，其他数据都可以从 IBCA 的银行概览数据库获得。公共股份数据来自下列渠道。如果国有银行在公开出版物上没有明确写明，将会附加分类。

阿根廷 39

来源：阿根廷中央银行，财政部信息

可用数据：1995 1997

奥地利

来源：加登和莫利纽克斯

可用数据：1983，1988

孟加拉国

来源：孟加拉银行，孟加拉银行公告

可用数据：1980—1997

比利时

来源：加登和莫利纽克斯

可用数据：1982，1988

玻利维亚

来源：玻利维亚中央银行，统计公报

可用数据：1980—1997

巴西

来源：巴西中央银行，月报

可用数据：1980—1997

加拿大

来源：银行概览

可用数据：1997

哥伦比亚

来源：哥伦比亚共和国银行，理事会年度报告

可用数据：1986—1991

哥斯达黎加

来源：银行概览

可用数据：1992—1997

丹麦

来源：加登和莫利纽克斯

可用数据：1983，1988

厄瓜多尔

来源：银行概览

可用数据：1997

40 **埃及**

来源：银行概览

可用数据：1990—1997

芬兰

来源：芬兰统计年鉴（邮政储蓄资产占总商业银行资产比重）

可用数据：1980—1988

法国

来源：加登和莫利纽克斯

可用数据：1983，1988

德国

来源：加登和莫利纽克斯

可用数据：1983，1988

加纳

来源：世界银行内参

可用数据：1988

希腊

来源：加登和莫利纽克斯（贷款取代资产）

可用数据：1988

危地马拉

来源：银监会，金融系统统计数据年度公报

可用数据：1980—1997

印度

来源：印度储备银行，印度银行统计表

可用数据：1980—1996

印度尼西亚

来源：印度尼西亚银行，印度金融统计（商业银行除了私人交易、外国、合资交易银行）

可用数据：1986—1997

爱尔兰

来源：加登和莫利纽克斯

可用数据：1983，1988

意大利 *41*

来源：加登和莫利纽克斯

可用数据：1983，1988

日本

来源：银行概览

可用数据：1997

墨西哥

来源：银行概览

可用数据：1993—1994

荷兰

来源：加登和莫利纽克斯

可用数据：1983，1988

新西兰

来源：银行概览

可用数据：1997

挪威

来源：加登和莫利纽克斯

可用数据：1983，1988

巴基斯坦

来源：银行概览

可用数据：1990—1996

菲律宾

来源：世界银行，菲律宾金融部门研究，7 177-PH。

可用数据：1980，1986

葡萄牙

来源：葡萄牙银行，年报 1997（贷款取代资产）

可用数据：1984，1989，1997

西班牙

来源：加登和莫利纽克斯

可用数据：1983，1988

斯里兰卡

来源：银行概览

可用数据：1992—1996

42 **瑞典**

来源：加登和莫利纽克斯

可用数据：1983，1988

瑞士

来源：瑞士国家和地区银行，19 家瑞士银行（地区银行资产在全部商业银行资产中的比重）

可用数据：1980—1997

中国台湾

来源：世界银行报告：FSS，8 043-TH

可用数据：1980，1985—1988

突尼斯

来源：来自国家和地区经济学家的信息

可用数据：1987，1992

土耳其

来源：土耳其银行协会，土耳其银行

可用数据：1985，1990，1992

英国

来源：加登和莫利纽克斯

可用数据：1988

美国

来源：银行概览

可用数据：1997

乌拉圭

来源：银行概览

可用数据：1990—1996

赞比亚

来源：世界银行金融部门报告第 12 387-ZA。

可用数据：1992

2.4 部分

阿根廷 43

来源：(a) 阿根廷中央银行，《统计年鉴》

(b) IFS

可用数据：1980—1987，1992—1997

资产（来源 a）

类似银行的机构：金融公司

信贷公司

住房互助社团

私人信贷（来源 b）

类似银行的机构：投资金融公司

信贷公司

储蓄与贷款协会

澳大利亚

来源：澳大利亚储备银行

可用数据：1980—1996

所有的原始数字都是关于六月的。

资产

类似银行的机构：常设住房互助社团

信贷公司

货币市场公司

邮政储蓄机构

金融公司

综合融资者

其他金融公司

住房合作社
证券化机构
保险公司：　人寿保险局
普通保险局
友谊互助会
私人养老基金：　养老金基金
集合投资计划：　其他管理基金（管理信托、共同基金）
公共单位信托
44 开发银行：　其他银行（澳大利亚资源开发银行、联邦开发银行和1988年重新划分前的贸易银行、澳大利亚初级产业银行）

私人信贷

如果没有标明的话，各项均包括除了对公司的负债之外的其他总体负债。

类似银行的机构：常设住房互助社团
信贷公司
货币市场公司
邮政储蓄机构
金融公司
综合融资者
证券化机构（除了其他资产外的所有资产）
保险公司：　人寿保险局(债券和票据、股票、其他投资和负债)
私人养老基金：　养老金基金（汇票、债券和票据、国内股票和负债）
集合投资计划：　管理信托（汇票和其他期票）
公共单位信托（汇票、债券和票据、国内股票和负债）
开发银行：　其他银行（澳大利亚资源开发银行、联邦开发银行和1988年重新划分前的贸易银行、澳大利亚初级产业银行）

奥地利

来源：奥地利国家和地区银行

可用数据：1980—1997

资产

类似银行的机构：住房互助社团

保险公司：所有的保险公司

私人养老基金：养老金基金

集合投资计划：投资基金

私人信贷

各项包括其他国内债券、其他国内债务、股票、其他国内公债

类似银行的机构：住房互助社团

保险公司：所有的保险公司

私人养老基金：养老金基金

集合投资计划：投资基金

巴哈马群岛 *45*

来源：(a) 巴哈马中央银行，《统计摘要》

(b) IFS

可用数据：1980—1997

资产（来源 a）

类似银行的机构：其他地方金融机构

邮政储蓄银行

开发银行：巴哈马开发银行

私人信贷

类似银行的机构 除了与其他地方金融机构对应的商业银行外，还有特许银行和信托公司

（来源 b）：

开发银行 巴哈马开发银行（总负债）

（来源 a）：

巴巴多斯岛

来源：(a) 通过 1995 年：巴巴多斯中央银行，《统计摘要年鉴》，和 1995 年以后：巴巴多斯中央银行，《经济和金融统计》

(b) IFS

可用数据：1980—1997

资产（来源 a）

类似银行的机构：抵押和金融公司

金融公司和商人银行

保险公司：国家和地区保险基金

开发银行：巴巴多斯开发银行

私人信贷（来源 b）

类似银行的机构：信托公司

比利时

来源：(a)《比利时国家和地区银行公告》

(b)《银行统计年鉴》

(c)《经合组织方法附录》

可用数据：1980—1993，不完全数据

资产（来源 a）

类似银行的机构：储蓄银行

储蓄贷款综合银行（来源 a）

抵押公司和资本偿还公司（来源 c）

保险公司：保险公司（包括人寿保险，来源 b）

人寿保险公司（来源 a）

46 私人退休基金：退休基金（来源 c）

集合投资计划：集合贷款机构（来源 b）

开发银行：公共金融信贷中介（来源 c）

伯利兹

来源：(a) 伯利兹中央银行，《季报》

(b) IFS

可用数据：1980—1997

资产（来源 a）

开发银行：开发金融公司

私人信贷（来源 b）

开发银行：开发金融公司

玻利维亚

来源：(a) 玻利维亚中央银行，《月报》

(b) IFS

可用数据：1980—1997

资产（来源 a）

开发银行：　　专业银行

私人信贷（来源 b）

开发银行：　　专业银行（矿业银行、农业银行、工业银行、工业信贷银行）

巴西

来源：巴西银行，《月报》

可用数据：1980—1997

资产

类似银行的机构：投资银行
住房信贷公司
储蓄与贷款协会
租赁公司

保险公司：　　保险公司

私人养老基金：　　私人养老金基金

集合投资计划：　　共同基金
投资机构和投资基金

开发银行：　　国民经济和社会开发银行
国家和地区开发银行
金融和投资信贷协会
国民住房银行 47
国民合作信贷银行
特种工业信贷中介

私人信贷

各项均包括对私人非金融部门的总贷款

类似银行的机构：投资银行
住房信贷公司
租赁公司

开发银行：　　国民经济和社会开发银行
国家和地区开发银行
金融和投资信贷协会

国民合作信贷银行

加拿大

来源：(a) 国民资产负债表账目，《加拿大统计》

(b) IFS

可用数据：1980—1997

资产（来源 a）

类似银行的机构：魁北克储蓄银行，1987 年被划分为存款货币银行

信用合作社和大众金库（合作社）

销售融资和消费贷款公司

其他金融机构（风险资本公司、金融租赁公司、投资和持股公司）

信托公司和抵押贷款公司

私人养老基金：信托退休基金方案

保险公司：人寿保险企业和人寿保险公司的隔离基金

集合投资计划：共同基金

开发银行：公共财务机构

私人信贷

各项均包括搜集自来源 a 的数据：应收商业账款、消费贷款、其他负债、抵押、其他债券和股票。

类似银行的机构：魁北克储蓄银行，1987 年被划分为存款货币银行

信用合作社和大众金库（合作社）

48 销售融资和消费贷款公司

信托公司和抵押贷款公司

私人养老基金：信托退休基金方案（来源 a）

保险公司（来源 a）：人寿保险企业和人寿保险公司的隔离基金

财产和意外保险公司和人寿保险公司的意外和疾病保险·

集合投资计划：共同基金（来源 a）

开发银行（来源 a）：公共财务机构

智利

来源：(a) 智利中央银行，《月报》

(b) 智利金融，网页

(c) IFS

可用数据：1980—1997

资产

类似银行的机构：财务公司（来源 a）

保险公司：人寿和非人寿保险公司（来源 b）

私人养老基金：私人养老基金

集合投资计划：外资投资基金（来源 b）

投资基金（来源 b）

共同基金（来源 b）

私人信贷

各项均包括搜集自来源 b 的数据：股票、抵押有价证券、公司债券。

类似银行的机构：财务公司（来源 a）

保险公司：人寿和非人寿保险公司（来源 b）

私人养老基金：私人养老基金

集合投资计划：外资投资基金（来源 b）

投资基金（来源 b）

共同基金（来源 b）

哥伦比亚

来源：共和国银行，《共和国银行信息公报》

可用数据：1980—1996

资产

类似银行的机构：储蓄和住宅建筑公司

私人金融公司

商业金融公司

财务公司

中央抵押银行

社会储蓄所

开发银行：农业、工业、矿业信贷银行

国家能源资本机构
工业促进协会
私人信贷
各项包括私人部门贷款
类似银行的机构：储蓄和住宅建筑公司
私人金融公司
49 商业金融公司
财务公司
抵押中央银行
社会储蓄所
开发银行：农业、工业、矿业信贷银行
国家能源资本机构
工业促进协会

丹麦

来源：(a)《*丹麦统计年鉴*》
(b)……年报告和账目，丹麦国民公告
可用数据：1980—1995
资产
类似银行的机构：抵押信贷协会
地方政府信贷协会（来源 a）
信贷公司（来源 b）
丹麦信贷基金（来源 a）
制造业与手工业的财务公司（来源 a）
类似银行的机构：私人非金融中介（开发银行、抵押银行、储蓄和贷款协会）
开发银行：公共非金融中介

多米尼加共和国

来源：多米尼加共和国中央银行，《*月报*》
可用数据：1980—1997
资产
50 类似银行的机构：私人非金融中介（开发银行、抵押银行、储蓄和贷款协会）

开发银行：　　　　公共非金融中介

私人信贷

各项包括？

开发银行：　　　　国民开发银行
　　　　　　　　　国民住宅银行
　　　　　　　　　国民财务公司

厄瓜多尔

来源：(a) 厄瓜多尔中央银行，《年鉴》
　　　(b) 厄瓜多尔中央银行，《年度报告》

可用数据：1980—1994

资产

类似银行的机构：储蓄和贷款协会
　　　　　　　　私人金融公司

保险公司：　　　保险公司
　　　　　　　　再保险公司
　　　　　　　　人寿保险公司

开发银行：　　　国民开发银行
　　　　　　　　国民住宅银行
　　　　　　　　国民财务公司

私人信贷（来源 b）

各项包括私人部门信贷

类似银行的机构：储蓄和贷款协会
　　　　　　　　私人金融公司
　　　　　　　　丹麦王国抵押银行（来源 a）
　　　　　　　　丹麦王国渔业银行（来源 a）

保险公司　　　　人寿保险公司
（来源 a）：　　非人寿保险公司

私人退休基金：　私人退休基金（来源 a）

集合投资计划：　投资协会（来源 b）

私人信贷（来源 a）

类似银行的机构：信贷公司（租赁资产和贷款）
　　　　　　　　抵押信贷协会（总贷款）

埃及

来源：(a) 埃及中央银行，《经济回顾》

(b) 埃及中央银行，《年报》

(c) IFS

可用数据：1980—1997

51 除了来自于来源 c 的数据外，所有的原始数据都是关于 6 月的。

资产

开发银行：专业银行（来源 a）

保险公司：保险公司投资（来源 b）

私人信贷

开发银行：专业银行（来源 c）

保险公司：保险公司（来源 b，包括：证券和负债，不同于政府的/对政府的）

萨尔瓦多

来源：(a) 萨尔瓦多中央储备银行，季度公报

(b) 金融监管局，金融指数

(c) 银行和其他机构的统计数据来源，保险公司、担保人、银行

(d) IFS

可用数据：1980—1997

资产

类似银行的机构：金融公司（来源 a）早先称之为储蓄和贷款协会综合仓库

保险公司：保险公司（来源 b）

开发银行：官方信贷机构（来源 c）

私人信贷（来源 d）

类似银行的机构：金融公司

斐济

来源：(a) 统计局，《当前经济统计》

(b) IFS

可用数据：1980—1997

资产（来源 a）

保险公司：　非人寿保险公司

人寿保险公司

私人信贷（来源 b）

保险公司：　人寿保险公司

芬兰

来源：(a) 芬兰统计年鉴

(b) 经济合作发展组织（OECD）方法附录

可用数据：1980—1994

资产 52

类似银行的机构：抵押银行（来源 b）

金融公司（来源 b）

其他（开发和投资公司、银行、控股公司、当铺）（来源 b）

保险公司：　人寿保险公司和协会（来源 b）

私人信贷（来源 b）

保险公司：　人寿保险公司

集合投资计划：　公共基金（来源 a）

单位信托（来源 a）

开发银行：　开发信贷机构（来源 b）

法国

来源：法国银行，货币和金融统计年鉴

可用数据：1980—1996

资产

类似银行的机构：金融公司和抵押银行

集合投资计划：　公共债券基金

动产股票集合贷款机构

开发银行：　专业财务机构

私人信贷

类似银行的机构：金融公司和抵押银行

集合投资计划：　公共债券基金

动产股票集合贷款机构

开发银行：　专业财务机构

德国

来源：(a) 联邦银行，《月报》

(b) 联邦银行，《资本市场统计》

(c) IFS

可用数据：1980—1997

资产

类似银行的机构：住房互助社团（来源 a）

集合投资计划：　投资和基础证券投资基金（来源 b）

私人信贷（来源 c）

类似银行的机构：住房互助社团

53 **希腊**

来源：(a) 希腊银行，《每月统计公告》

(b) 希腊银行，《年报》

(c) IFS

可用数据：1980—1997

资产

集合投资计划：　共同基金（来源 b）

开发银行：　专业信贷机构，包括农业银行、国民抵押银行、投资银行、工业开发国民投资银行、希腊工业开发银行、国民住宅银行、储蓄和贷款基金、邮政储蓄银行

私人信贷（来源 c）

开发银行：　专业信贷机构

危地马拉

来源：银监会，金融系统统计数据年度公报

可用数据：1980—1997

资产

类似银行的机构：私人金融公司

综合仓库

信托账户

保险公司：　保险公司

开发银行：　国民财务公司

圭亚那

来源：圭亚那银行，《统计公告》

可用数据：1980—1992

资产

类似银行的机构：新住房互助社团
信托公司
圭亚那合作抵押金融银行

保险公司：人寿保险公司
非人寿保险公司

私人退休基金：退休金计划

私人信贷

各项包括私人部门。

类似银行的机构：新住房互助社团
信托公司
圭亚那合作抵押金融银行

保险公司：人寿保险公司 54
非人寿保险公司

私人退休基金：退休金计划

洪都拉斯

来源：(a) 洪都拉斯中央银行，保险业统计数据公报
(b) 洪都拉斯中央银行，统计公报

可用数据：1980—1997

资产

类似银行的机构（来源 b）：专业金融公司

保险公司：共同基金（来源 a）

开发银行（来源 b）：开发银行

私人信贷（来源 b）

各项包括投资贷款与私人部门贷款

类似银行的机构（来源 b）：专业金融公司

开发银行　　　开发银行
（来源 b）：

印度

来源：（a）印度储备银行，《货币和金融报告》
（b）印度人寿保险公司，《年报》
（c）IFS

可用数据：1980—1995，数据有缺失

来自来源 b 和 c 的原始数据是关于 3 月或者 6 月的。

资产

保险公司：	印度人寿保险公司（来源 b）
集合投资计划	私人共同基金
（来源 a）：	单位信托
开发银行：	国家和地区财务公司
（来源 a）：	印度工业财务公司
	印度工业信贷和投资有限公司
	印度进出口银行
	国民住宅银行
	印度小工业开发银行
	印度工业投资银行
	金融贴现银行
	农业和农村开发中央银行

55 私人信贷（来源 c）

开发银行：　　　开发银行

印度尼西亚

来源：印度尼西亚银行，《印度尼西亚财务统计》

可用数据：1980—1994

资产

类似银行的机构：	国家和地区和私人储蓄银行（自从 1989 年包括在存款货币银行中）
	财务公司
开发银行：	开发银行

私人信贷

各项包括对私人企业和个人的债权

开发银行：　　　开发银行

爱尔兰

来源：(a) 爱尔兰中央银行，《每月统计公告》

　　　(b) IFS

可用数据：1980—1996

资产 (来源 a)

类似银行的机构：非合作银行

　　　　　　　　其他信贷机构；TSB 银行、ACC 银行、ICC 银行、ICC 投资银行

　　　　　　　　住房互助社团

　　　　　　　　信贷租购公司

集合投资计划：　集合投资计划，由 CB 批准——净资产总值

私人信贷 (来源 b)

类似银行的机构：不同时期定义不同

以色列

来源：(a) 中央统计局，《以色列统计摘要》

　　　(b) 中央统计局，《每月统计公告》

可用数据：1980—1995

资产

类似银行的机构　工业投资金融银行

(来源 a)：　　　抵押银行

保险公司：　　　保险公司 (来源 a)

集合投资计划：　共同基金 (来源 b)

私人信贷

各项包括贷款、股票、不可交易股票、私人股票、对公众的债权 56

类似银行的机构 工业投资金融银行

(来源 a)：　　　抵押银行

集合投资计划：　共同基金 (来源 b)

意大利

来源：(a) 统计年报

　　　(b) 意大利银行，《经济公告》

可用数据：1980—1996

资产

类似银行的机构：专业信贷机构（来源 a）

保险公司　　　　人寿保险公司

（来源 a）：　　其他保险公司

集合投资计划：　投资基金和证券投资基金（来源 b）

日本

来源：（a）研究和统计部，日本银行，《经济统计年鉴》

（b）研究和统计部，日本银行，《经济统计月报》

可用数据：1980—1997

资产

57 类似银行的机构

（来源 a）：

保险公司

（来源 b）：

发展银行　政府金融机构：日本发展银行，进出口银行，北海道和东北开发公社，人民融资公社，房屋贷款公社，农、林、渔业融资公社，小企业公社，日本采掘业融资公社，小企业信用保险公社，环境卫生企业融资公社，冲绳发展融资和医疗保险设施融资公社，信托基金局

（来源 b）：

私人信贷

包括贷款、公司债、股票

类似银行的机构

（来源 a）：全国信用金库联合会，信用合作社，全国信用协同组合联合会/全国信用合作社雇员信用协会协同组合，全国雇员信用协同组合，农业合作社协会，农业合作社信用协同组合，渔业合作社，渔业合作社信用协同组合，邮政储蓄银行—善存款，外资银行，证券融资公司，证券投资公司，存款货币银行信托账户（包括城市、地区和信托银行）

保险公司

（来源 b）：　　　人寿保险公司

发展银行　　　　非人寿保险公司

（来源 c）：　　　农业合作社共同保险协同组合

政府金融机构

约旦 58

来源：(a)《统计月报》

(b) 约旦中央银行，《年报》

(c) IFS

可用数据：1980—1996，存在数据缺失

资产

类似银行的机构　其他金融公司，包括金融公司、投资公司、证券公司，然而不同时期所包括的机构可能有所不同

（来源 a）：

保险公司：　　　保险公司（来源 b）

开发银行：　　　专业信贷机构，包括城市和乡村开发银行、工业开发银行、住宅和开发公司、农业信贷公司和约旦合作组织

私人信贷

类似银行的机构　其他金融公司（负债和公司债券/股票）

（来源 a）：

保险公司　　　　保险公司（投资于股票）

（来源 b）：

开发银行　　　　专业信贷机构（所包括的机构在不同时期有所不同）

（来源 c）：

肯尼亚

来源：(a) 肯尼亚中央银行，《每季经济回顾》

(b) 肯尼亚中央银行，《统计年报》

(c) IFS

可用数据：1980—1997

资产 59

类似银行的机构：肯尼亚邮政储蓄银行（从 1984 年开始的数据来

自来源 b，1984 年以前的数据来自来源 a）

非银行金融机构（来源 b）

私人信贷（来源 c）

类似银行的机构：类似银行的金融机构

韩国

来源：(a) 韩国银行，《每月统计公告》

(b) IFS

可用数据：1980—1997

资产（来源 a）

类似银行的机构：共同储蓄和金融公司

信贷协会

共同信贷协会

邮政储蓄和邮政人寿保险

共同信贷

投资机构

投资和金融机构，自从 1993 年起包括在商业银行中

商业银行业公司

投资信托公司

韩国证券和金融公司

银行的信托账户

保险公司： 非人寿保险公司

人寿保险公司

开发银行： 韩国开发银行

韩国进出口银行

韩国长期信贷银行

私人信贷

各项包括来自来源 a 的数据：负债、股票和债务

类似银行的机构：共同储蓄和金融公司（来源 a）

信贷协会（来源 a）

共同信贷协会（来源 a）

共同信贷（来源 a）

银行的信托账户（来源 b）
保险公司：　　人寿保险公司（来源 b）
开发银行：　　开发银行（来源 b）

马拉维 60

来源：马拉维储备银行，《金融和经济回顾》
可用数据：1981—1997

资产

类似银行的机构：新建筑协会
邮政储蓄银行
国民金融公司
租赁和金融公司
保险公司：　　保险公司和保险公司
开发银行：　　投资和开发银行

私人信贷

类似银行的机构：新建筑协会
国民金融公司
保险公司：　　保险公司和保险公司
开发银行：　　投资和开发银行

马来西亚

来源：(a) 马来西亚国家和地区银行，《季报》
(b) 马来西亚国家和地区银行，《马来西亚货币和银行业》
(c) 保险公司综合年报
可用数据：1980—1997

资产

类似银行的机构：国民储蓄银行（来源 b）
合作协会（来源 b）
商业银行（来源 b）
贴现银行（来源 b）
金融公司（来源 a）
住房互助社团，圣德基金管理公司，凯格玛斯·伯哈德公司，信贷担保公司、租赁、代营和风险

资本公司（来源 b）

保险公司（来源 c）：人寿保险基金

一般保险基金

集合投资计划：单位信托（来源 b）

开发银行：开发机构（马来西亚工业开发金融，农业银行，
61 婆罗洲，开发公司，沙巴信贷公司，马来西亚开发银行，马来西亚工业银行，沙巴开发银行）（来源 b）

私人信贷

各项包括负债和公司债券/股票。

类似银行的机构：国民储蓄银行（来源 b）

合作协会（来源 b）

商业银行（来源 b）

贴现银行（来源 b）

金融公司（来源 a）

住房互助社团，圣德基金管理公司，凯格玛斯·伯哈德公司，信贷担保公司、租赁、代营和风险资本公司（来源 b）

保险公司（来源 c）：人寿保险基金

一般保险基金

集合投资计划：单位信托（来源 b）

开发银行：开发机构（马来西亚工业开发金融，农业银行，婆罗洲，开发公司，沙巴信贷公司，马来西亚开发银行，马来西亚工业银行，沙巴开发银行）（来源 b）

马耳他

来源：IFS

可用数据：1980—1997

私人信贷

类似银行的机构：准予长期负债但不提供存款的银行

墨西哥

来源：(a) 墨西哥银行，《经济指标》

(b) IFS

可用数据：1980—1997

所有数字都是全部资料

资产（来源 a）

类似银行的机构：代营公司

租赁公司

货仓公司

保险公司：保险公司

开发银行：开发银行

开发基金

私人信贷

类似银行的机构 代营公司（拥有不同经济资源和债务人的商业代理处的有价证券）

（来源 a）：租赁公司（现行有价证券） 62

货仓公司（其他投资、信贷、不同债务人）

保险公司 保险公司（投资、私人部门的抵押/信贷、债务人）

（来源 a）：

开发银行 开发银行

（来源 a）：开发基金

摩洛哥

来源：IFS

可用数据：1980—1996

私人贷款

开发银行：国民开发银行，国民农业银行，不动产信贷和旅行者储存银行，市场银行

荷兰

来源：(a) 荷兰银行《年报》

不同组合不同来源的定义不同。

(b) 经合发组织，《方法附录》

《统计年报》列出了显著不同的数字。

可用数据：1980—1996

资产

类似银行的机构：抵押银行和住房互助社团（来源 b）
私人部门金融机构（银行家银行/金融公司，对出口和工业融资的专业机构，证券经纪人，市政信贷银行）（来源 b）
1982 年以前的储蓄银行（根据经合发组织划分）（来源 b）

保险公司：人寿和非人寿保险公司（来源 a）

私人退休基金：私人退休基金（来源 a）

集合投资计划：1990 年以前的公开投资公司（来源 b）
1991 年以前的投资机构（来源 a）

开发银行：地方政府银行（来源 b）

私人信贷（来源 a）

各项包括：对个人/企业的短期债权，私人部门发行的国内证券，对私人部门股东的负债，抵押负债。

63 保险公司：人寿和非人寿保险公司

私人退休基金：私人退休基金

新西兰

来源：(a) 新西兰储备银行，《公告》
(b) IFS

可用数据：1980—1996

资产（来源 a）

保险公司：保险公司

私人信贷

保险公司：保险公司

尼日利亚

来源：尼日利亚中央银行，《年报》

可用数据：1980—1995 有数据缺失

资产（来源 a）

类似银行的机构：社区银行，由宏观金融机构私人拥有
贴现行
初级抵押机构

金融公司

保险公司：　　保险公司

开发银行：　　尼日利亚商业和工业银行

尼日利亚人民银行

尼日利亚农业和合作银行

尼日利亚联邦抵押银行

尼日利亚工业开发银行

私人信贷（来源 a）

各项包括：负债和私人有价证券。

类似银行的机构：社区银行，由宏观金融机构私人拥有

贴现行

初级抵押机构

金融公司

保险公司：　　保险公司

开发银行：　　尼日利亚商业和工业银行

尼日利亚人民银行

挪威

来源：(a) 挪威中央统计局，《统计年报》

(b) 挪威银行，《经济公告》

(c) IFS

可用数据：1980—1995 64

资产（来源 a）

类似银行的机构：私人信贷企业/抵押机构

私人金融公司

保险公司：　　人寿保险公司

非人寿保险公司

私人退休基金：　　私人和市政（地方）退休金计划

集合投资计划：　　单位信托基金

开发银行：　　国家和地区贷款机构

私人信贷

下列各项数据来自来源 b：其他债券，其他证券，对公众/非金融企业和市政的负债，股票。在不同时期不同类别中定义不同。

类似银行的机构　私人信贷企业/抵押机构
（来源 b）：　私人金融公司
保险公司　人寿保险公司
（来源 b）：　非人寿保险公司
私人退休基金　私人和市政（地方）退休金计划
（来源 b）：
集合投资计划：　单位信托基金
开发银行　国家和地区贷款机构
（来源 c）：

巴基斯坦

来源：（a）巴基斯坦国家和地区银行，《统计年报》
（b）《巴基斯坦保险年报》

可用数据：1980—1995

关于开发银行的原始数据是关于 6 月或者 12 月的。

资产

类似银行的机构　国家和地区人寿保险公司
（来源 b）：　非人寿保险公司
开发银行　巴基斯坦农业开发银行
（来源 a）：　巴基斯坦工业工业开发银行
巴基斯坦工业信贷和投资公司
国民开发金融公司
住宅建筑金融公司
巴基斯坦-科威特投资有限公司
巴基斯坦-利比亚控股有限公司
沙特阿拉伯-巴基斯坦工业和农业投资有限公司
银行股权有限公司

65 **巴拉圭**

来源：巴拉圭中央银行，《统计年报》

资产

类似银行的机构：对住宅的储蓄和贷款机构
金融公司

开发银行：　　　国民开发银行
　　　　　　　　牲畜基金

秘鲁

来源：IFS

可用数据：1980—1997

私人信贷

开发银行：　　　五家开发银行

菲律宾

来源：国民人口普查和统计局，《菲律宾年报》

可用数据：1980—1990

所有数据都是总体来源。

资产

类似银行的机构：储蓄银行（储蓄银行，私人开发银行，股份储蓄和贷款银行）
　　　　　　　　乡村非储蓄银行
　　　　　　　　金融公司
　　　　　　　　风险资本公司
　　　　　　　　当铺
　　　　　　　　贷款投资者
　　　　　　　　非股份储蓄和贷款协会
　　　　　　　　合作建筑业和贷款协会

保险公司：　　　人寿保险公司
　　　　　　　　非人寿保险公司

私人退休基金：　基金管理人

集合投资计划：　投资公司

开发银行：　　　专业政府银行（菲律宾开发银行，菲律宾土地银行，菲律宾 Amanah 银行）

葡萄牙

来源：国家统计局，货币金融统计数据

可用数据：1980—1988，1991—1996

资产

类似银行的机构：农业信贷协会

　　　　　　　　中央农业信贷协会
　　　　　　　　金融和信贷公司
　　　　　　　　其他中介
保险公司：　　　人寿保险公司
　　　　　　　　非人寿保险公司
私人退休基金：　私人退休基金
集合投资计划：　投资基金
开发银行：　　　国民开发银行

卢旺达

来源：IFS

可用数据：1980—1996

私人信贷

开发银行：　　　开发银行

沙特阿拉伯

来源：IFS

可用数据：1980—1996

私人信贷

开发银行：　　　沙特阿拉伯农业银行，沙特阿拉伯工业开发基金，公开投资基金，不动产开发基金，沙特阿拉伯信贷银行

新加坡

来源：(a) 新加坡货币当局，《统计月报》
　　　(b) 新加坡货币当局，《年报》
　　　(c) 新加坡开发银行，《年报》
　　　(d) IFS

可用数据：1980—1996

资产

类似银行的机构：金融公司（来源 a）
　　　　　　　　商业公司（来源 a）
　　　　　　　　当铺总贷款量（来源 a）
保险公司：　　　保险公司（来源 b）
开发银行：　　　新加坡开发银行（来源 c）

私人信贷

类似银行的机构：金融公司（来源 d）

保险公司：人寿保险公司（来源 d）

开发银行：新加坡开发银行（来源 c，各项包括：负债、投资、股份和公司债券）

所罗门群岛 67

来源：所罗门群岛中央银行，《年报》

可用数据：1985—1993

资产

类似银行的机构：其他地方金融机构

开发银行：所罗门开发银行

南非

来源：南非储备银行，《季报》

可用数据：1980—1997

资产

类似银行的机构：参与抵押债权计划
除了信贷租购公司，代理以及其他不作为金融机构注册的类似的金融公司之外——接受和投资总基金
金融公司

保险公司：长期保险公司（人寿）
短期保险公司（非人寿）

集合投资计划：单位信托

私人退休基金：私人自我管理退休基金和谨慎基金

开发银行：南非国民金融公司
南非土地和农业银行

私人信贷

除了对公共部门的负债外，下列各项还包括对其他证券的负债。

保险公司：长期保险公司（人寿）
短期保险公司（非人寿）

私人退休基金：私人自我管理退休基金和谨慎基金

西班牙

来源：(a) 西班牙银行，《统计年报》

(b) 西班牙银行，西班牙经济金融数据

(c) IFS

可用数据：1980—1997

资产

类似银行的机构　专业信贷机构（货币市场中介公司，抵押贷款银行，金融租赁公司，金融和代理公司以及其他专业信贷机构）

(来源 a)：

68 保险公司　保险公司（金融资产）

(来源 b)：

集合投资计划　证券投资机构

(来源 a)：

开发银行　官方信贷机构（官方信贷机构和 1993 年以前的官方信贷银行）

(来源 a)：

私人信贷

类似银行的机构　专业信贷机构（货币市场中介公司，抵押贷款银行，金融租赁公司，金融和代理公司以及其他专业信贷机构）

(来源 c)：

保险公司　保险公司（短期证券，债券，股票和负债等所有这些对非金融企业和家族的项目）

(来源 c)：

斯里兰卡

来源：(a) 斯里兰卡中央银行，《年报》

(b)《国民储蓄银行年报》

(c)《国民开发银行年报》

(d)《开发金融公司年报》

可用数据：1980—1996

关于开发金融公司的原始数据是关于 3 月份的。

资产

类似银行的机构：国民储蓄银行（来源 b）

开发银行： 开发金融公司，未偿付的总负债和股份（来源 d）
国家和地区抵押和投资银行，未偿付的总负债（来源 a）
国民开发银行（来源 c）

私人信贷

包括的项目： 总负债
类似银行的机构：国民储蓄银行（来源 b）
开发银行： 开发金融公司（来源 d）
国民开发银行（来源 c）

瑞典

来源：（a）瑞典国家和地区银行，《统计年报》
（b）IFS

可用数据：1980—1997

资产（来源 a）

类似银行的机构：金融公司
抵押公司（地方政府信贷机构和企业信贷机构） 69
建筑业信贷协会
保险公司： 人寿保险公司
非人寿保险公司
集合投资计划： 共同基金

私人信贷（来源 b）

类似银行的机构：金融公司
抵押公司（地方政府信贷机构和企业信贷机构）
建筑业信贷协会
保险公司： 人寿保险公司
非人寿保险公司
集合投资计划： 共同基金

瑞士

来源：（a）瑞士国家和地区银行，瑞士银行
（b）瑞士中央银行，《月报》
（c）IFS

可用数据：1980—1997

资产

类似银行的机构　私人银行（信托账户，证券公司）
（来源 a）：　抵押银行
清算银行（三家银行，一家由农业协会所有，一家由地区银行所有，第三家由国际清算银行所有）

集合投资计划：　共同基金（来源 b）

私人信贷

保险公司：　人寿保险局

中国台湾

来源：中国台湾中央银行，《每月金融统计》

可用数据：1980—1997

资产

类似银行的机构：信贷合作协会
农民和渔民协会的信贷部门
邮政储蓄系统
票据金融公司
富华证券金融公司
投资和信托公司

70 保险公司：　人寿保险公司
财产和意外保险公司

私人信贷

各项包括：负债，私人部门证券，公司债券和商业票据

类似银行的机构：信贷合作协会
农民和渔民协会的信贷部门
邮政储蓄系统
票据金融公司
富华证券金融公司
投资和信托公司

保险公司：　人寿保险公司
财产和意外保险公司

泰国

来源：（a）泰国银行，《季报》

（b）IFS

可用数据：1980—1997

资产（来源 a）

类似银行的机构：政府储蓄银行
金融和证券公司

开发银行：农业和农业协会银行
政府建筑业银行
泰国工业金融公司
进出口银行

私人信贷（来源 b）

类似银行的机构：政府储蓄银行
金融和证券公司

开发银行：农业和农业协会银行
政府建筑业银行
泰国工业金融公司
进出口银行

汤加

来源：IFS

可用数据：1980—1997

私人贷款

开发银行：汤加开发银行

特立尼达和多巴哥 *71*

来源：（a）特立尼达和多巴哥中央银行，《季度统计数据》
（b）IFS

可用数据：1980—1996

资产（来源 a）

类似银行的机构：金融公司和商业银行
信托和抵押金融公司
储蓄机构

保险公司：人寿保险公司

开发银行：开发银行

私人信贷

类似银行的机构：金融公司和商业银行
信托和抵押金融公司
储蓄机构
保险公司：人寿保险公司
开发银行：开发银行

突尼斯

来源：突尼斯中央银行，《金融统计》
可用数据：1990—1997
资产
类似银行的机构：租赁公司
离岸银行
开发银行：开发银行
私人信贷
项目包括债券/信贷
类似银行的机构：租赁公司
离岸银行
开发银行：开发银行

土耳其

来源：(a) 土耳其共和国中央银行，《季度统计数据》
(b) IFS
可用数据：1987—1997
资产（来源 a）
类似银行的机构：专业金融公司
开发银行：投资和开发银行
私人信贷（来源 b）
开发银行：投资和开发银行

72 **英国**

来源：(a) 中央统计局，《每年统计摘要》
(b) 国民统计局，金融统计
可用数据：1980—1997
资产（来源 a）
类似银行的机构：贴现行

金融公司和其他专业信贷担保机构（1989 年以后的数据来自来源 b）

投资信托

保险公司：保险公司——长期

友谊互助会（包括人寿保险）

保险公司——除了长期以外的

私人退休基金：自我管理退休基金

工业和退休准备基金

集合投资计划：单位信托

私人信贷（来源 a）

各项包括公司证券、贷款和抵押。

类似银行的机构：金融公司和其他专业信贷担保机构（1989 年以后的数据来自来源 b）投资信托

保险公司：保险公司——长期

保险公司——除了长期以外的

私人退休基金：自我管理退休基金

集合投资计划：单位信托

美国

来源：联邦储备系统，《资金流账户》

可用数据：1980—1997

所有资产数字都是金融总资产。

资产

类似银行的机构：基于资产发行的证券

金融公司

抵押公司

融资公司（融资分支机构，非银行金融控股公司，证券贷款业务再投资担保的保管人账户）

银行个人信托和不动产

保险公司：人寿保险公司

其他保险公司

私人退休基金：私人退休基金（包括联邦雇员退休系统储蓄计划） 73

集合投资计划：共同基金和限额基金

不动产投资信托

开发银行：政府资助的企业（联邦住房贷款银行，国民抵押协会，联邦住房贷款抵押公司，农场信贷系统，金融公司，清算基金公司，学生贷款市场协会），与联邦相关的抵押（GNMA，FNMA，FHLMC），以及农场主住宅管理联合体

私人信贷

各项包括公司和外国债券、公司股票、其他贷款和预付款、消费贷款和抵押。

类似银行的机构：基于资产发行的证券
金融公司
抵押公司
融资公司（融资分支机构，非银行金融控股公司，证券贷款业务再投资担保的保管人账户）
银行个人信托和不动产

保险公司：人寿保险公司
其他保险公司

私人退休基金：私人退休基金（包括联邦雇员退休系统储蓄计划）

集合投资计划：共同基金和限额基金
不动产投资信托

开发银行：政府资助的企业（联邦住房贷款银行，国民抵押协会，联邦住房贷款抵押公司，农场信贷系统，金融公司，清算基金公司，学生贷款市场协会），与联邦相关的抵押（GNMA，FNMA，FHLMC），以及农场主住宅管理联合体

乌拉圭

来源：乌拉圭中央银行，《统计年鉴》

可用数据：1980—1996

74 私人信贷

各项包括私人部门贷款

类似银行的机构：开发银行
储蓄和贷款协会

委内瑞拉

来源：(a) 委内瑞拉中央银行，《月报》
(b) 中央信息统计办公室，委内瑞拉统计年鉴

可用数据：1980—1992，1994—1995

资产

类似银行的机构（来源 a）：	抵押银行 委内瑞拉工人银行 国民储蓄和贷款系统 金融公司 投资银行 租赁公司
保险公司：	保险公司（来源 b）
集合投资计划（来源 a）：	共同基金 货币市场基金
开发银行（来源 a）：	农业开发银行

私人信贷（来源 a）

各项包括私人部门的货币概念。

类似银行的机构：	抵押银行 委内瑞拉工人银行 国民储蓄和贷款系统 金融公司 投资银行
集合投资计划	共同基金
开发银行	农业开发银行

津巴布韦

来源：(a) 津巴布韦储备银行，《经济季报和统计回顾》
(b) 中央统计局，《统计数据月报》
(c) 津巴布韦开发银行年报
(d) 保险注册人报告

(e) 养老和退休基金注册人报告

(f) IFS

可用数据：1980—1996

关于住房互助社团和津巴布韦开发银行的原始数据都是关于6月份的。

75 *资产*

类似银行的机构	住房互助社团
(来源a)：	邮政储蓄银行
	金融银行
保险公司	人寿保险公司
(来源d)：	非人寿保险公司
私人退休基金：	养老和退休基金（来源e）
开发银行：	农业金融公司（来源b）
	津巴布韦开发银行（来源c）

私人信贷

除了来自来源f的数据之外，各项均包括负债、债券和股票。

类似银行的机构	住房互助社团
(来源a)：	邮政储蓄银行
	金融银行
保险公司	人寿保险公司
(来源d)：	非人寿保险公司
开发银行：	农业金融公司（来源b）
	津巴布韦开发银行（来源c）

人寿保险渗透和密度

人寿保险的保险金数额其数据来自*Sigma*的各种出版物。

总人口和购买力奇偶变化因素（以地区货币单位与美元的汇率计算）来自世界发展指数的电子版。

以本国货币计量的GDP数据来自IFS的电子版，要么是99B.ZF项，如果此项不可得，则是99B.CZF。

美元的波动来自IFS，如同2.2部分附录所描述的那样。

2.5 部分

股票市场数据

资本的市场总值和交易总值的数据大都来自 IFC 的新兴市场数据库，补充的部分来自高盛（1986）。

以美元计价的 GDP 数据来自世界发展指标的电子版。

以本地货币计价的 GDP 数据来自 IFS 的电子版，要么是 99B. ZF 项，如果此项不可得，则是 99B. CZF。

本地货币和美元的平减来自 IFS，如同 2.2 部分附录所描述的那样。

债券市场数据 76

私人和公开资本市场总值的数据来自国际清算银行的“国际银行和金融市场发展季评”。它们部分下载自 BIS 的网页，部分来自表 15：国内债券，按发行人的所在部门和国别分类。

以美元计价的 GDP 来自世界发展指标的电子版。

美元的平减来自 IFS，如同 2.2 部分附录所描述的那样。

初级市场数据

下列国家和地区的数据来自阿尔瓦德和格伦（Aylward and Glen，1998)。

它们来自各个国家和地区。起作用的组织是：

阿根廷：布宜诺斯艾利斯商品交易所

巴西：证券交易委员会，里约热内卢证券交易所

智利：智利中央银行，证券和保险监管委员会

中华人民共和国：中国证券监督管理委员会

哥伦比亚：证券监管委员会，共和国银行

中国香港：香港货币当局

匈牙利：匈牙利国家财政部，公债管理局

印度：印度储备银行

马来西亚：吉隆坡证券交易所，马来西亚国家和地区银行

印度尼西亚：印度尼西亚储备银行

牙买加：牙买加股票交易所

约旦：安曼金融市场

肯尼亚：资本市场当局

韩国：韩国银行

毛里求斯：毛里求斯银行

墨西哥：墨西哥证券银行，国家银行与证券委员会，墨西哥银行
摩洛哥：马格里布银行，摩洛哥证券委员会
巴基斯坦：公司法律部，卡拉奇证券交易（担保）公司
秘鲁：国家公司和证券监管委员会
77 菲律宾：菲律宾中央银行
葡萄牙：商业和证券交易委员会
新加坡：新加坡货币当局
斯里兰卡：科伦坡证券交易所，斯里兰卡证券和交易委员会
中国台湾：中央银行
泰国：泰国银行，证券和交易委员会，泰国证券交易所
突尼斯：金融市场委员会
土耳其：土耳其资本市场委员会
委内瑞拉：国家证券委员会
德国：经合组织金融统计月刊
日本：经合组织金融统计月刊
美国：经合组织金融统计月刊
英国：经合组织金融统计月刊

下列国家和地区的数据来自经合组织金融统计月刊。第一列是国家和地区，而后面的数字是关于股票和债券发行的。

奥地利	股票：A.1	股票：B.1.1+B.1.2 c+d+e
加拿大	股票：A.1	股票：B.1.1+B.1.2 d+e+f+g
丹麦	股票：A.1	股票：B.1.1 c+d+e
芬兰	股票：N/A	股票：B.1.1 c+d+e+B.1.2 c+d+e
法国	股票：A.1 a+b+c	股票：B.1.1 c+d+e
希腊	股票：A.1 b+c	股票：B.1.1 c+d+e
意大利	股票：A.1	股票：B.1.1 c+d+e
卢森堡	股票：A.1	股票：B.1.1 c+d+e B.1.2.e
荷兰	股票：A.1 b+c	股票：B.1.1 c+d+e1+e2+B.1.2.e
挪威	股票：N/A	股票：B.1.1+B.1.2 c+d+e
葡萄牙	股票：A.1	股票：B.1.1+B.1.2 c+d+e
西班牙	股票：A.1	股票：B.1.1 c+d+e
瑞典	股票：A.1 a+b+c	股票：B.1.1 c+d+e

瑞士　　股票：A. 1. 1 a+b+c 股票：B. 1. 1 c+d+e+B. 1. 2

以美元计价的 GDP 数据来自世界发展指标的电子版。

以本地货币计价的 GDP 数据来自 IFS 的电子版。

本地货币和美元的差异来自 IFS，如同 2. 2 部分附录所描述的那样。

参考文献

Aylward, Anthony, and Jack Glen. 1999. Primary securities markets: Cross-country findings. Discussion Paper 39, Emerging Primary Market. Washington, DC: International Finance Corporation.

Bank for International Settlement. Various dates. *Quarterly Review on International Banking and Financial Market Development.*

Beck, Thorsten, Ross Levine, and Norman Loayza. 2000. Finance and the sources of growth. *Journal of financial Economics* 58 (1): 261−300.

Claessens, Stijn, Asll Demirgüç-Kunt, and Harry Huizinga. 1997. How does foreign entry affect the domestic banking market? Mimeo, Policy Research Department, World Bank (June).

Demirgüç-Kunt, Asll, and Harry Huizinga. 1998. Determinants of commercial bank interest margins and profitability. Policy Research Working Paper 1900, World Bank (March).

Demirgüç-Kunt, Asll, and Ross Levine. 1996. The financial system and public enter-prise reform: Concepts and cases. In *Financial development and economic growth*, ed. Neil Hermes and Robert Lensink, 247−286. London: Routledge.

Demirgüç-Kunt, Asll, and Vojislav Maksimovic. 1998. Law, finance, and firm growth. *Journal of finance* 53: 2107−2137.

Demirgüç-Kunt, Asll, Ross Levine, and Hong G. Min. 1998. Opening to foreign banks: Issues of stability, efficiency, and growth. Mimeo, Policy Research Department, World Bank (July).

Gardener, Edward P. M., and Philip Molyneux. 1990. *Changes in western European banking*. London: Unwin *Hyman.*

Goldman Sachs. 1986. Anatomy of the world's equity markets. *International Investment Research* (September).

IMF (International Monetary Fund). 1984. A guide to money and banking sta-

tistics, *International Financial Statistics* (December).

King, Robert G., and Ross Levine. 1993a. Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal Of Economics* 108(3): 717-738 (August).

King, Robert G., *and* Ross Levine. 1993b. Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence. *Journal of Monetary Economics* 32 (3): 513-542 (December).

Levine, Ross. 1997. Financial development and economic growth: Views and agenda. *Journal of Economic Literature* 35 (2): 688-726 (June).

Levine, *Ross*, and Sara Zervos. 1998. Stock markets, banks, and economic growth. *American Economic Review* 88: 537-558 (June).

Levine, Ross, Norman Loayza, and Thorsten Beck. 2000. Financial intermediation and growth. Causality and causes. *Journal of Monetary Economics* 46 (1): 31-77.

Neusser, Klaus, and Maurice Kugler. 1998. Manufacturing growth and financial development: Evidence *from* OECD countries. *Review of Economics and Statistics* 80: 636-646 (November).

OECD. Various dates. *Financial Statistics Monthly*.

Rajan, *Raghuram* G., and Luigi Zingales. 1998. Financial dependence and growth. *American Economic Review* 88: 559-586 (June).

Rousseau, Peter L., and Paul Wachtel. 1998. Financial intermediation and economic performance: Historical evidence from five industrial countries. *Journal of Money, Credit, and Banking* 30: 657-678.

SIGMA (monthly). 1998. Zurich, Switzerland: Swiss Re.

World Bank. 1997. *World Development Indicators* 1997.

【注释】

[1] 关于此文献的概览，见 Levine (1997)。

[2] 相关关系见 King and Levine (1993a, b) 以及 Levine and Zervos (1998)。见 Levine, Loayza and Beck (2000)；因果关系证据见 Beck, Levine and Loayza (2000)；Neusser and Kugler (1998)；Rousseau and Wachtel (1998)。另外，德米尔古克-肯特和马克斯诺维奇 (1998) 显示，拥有活跃的股票市场和大银行业部门的国家和地区中的企业增长更快，而企业自身特征对增长的影响则不明显。雷金和津格利斯 (Rajan and Zingales, 1998) 显示，严重依赖外部资金的产业在金融系统发展更好的国家和地区中增长更快。

[3] 对三个金融部门的详细描述，见 IMF 1984。三个组对应 IFS 的 12、22 和

42 项。

[4] 外汇稳定基金是货币当局最典型的活动，它独立于中央银行的资产负债表。而且，中央银行可能履行商业银行的任务。发布 IFS 时，在可能情况下，与中央银行资产负债表区分开。

[5] 对于其他金融机构，我们也包括 42h 项，对国内非金融部门和私人贷款的总债权中不动产的债权。

[6] 对于 CPI 和 GDP 数据，我们分别采用 IFS 的 64 项和 99b 项。

[7] 为了评估不同国家和地区金融中介的规模和业务活动，我们采用世界银行根据各国收入来划分国家和地区的分类（世界银行 1997)。我们将国家和地区划分为四类：1997 年人均 GDP 高于 9 656 美元的国家和地区为高收入国家和地区，人均 GDP 在 3 126 美元和 9 656 美元之间的国家和地区为中等偏上收入的国家和地区，人均 GDP 在 786 美元和 3 126 美元之间的国家和地区为中等偏下收入的国家和地区，人均 GDP 低于 786 美元的国家和地区为低收入国家和地区。

[8] 我们采用四个收入组的中位数以避免异常数据影响。

[9] 商业和存款货币银行的分类是严格的，但并非同样准确。IFS 一致定义各国存款货币银行，而银行概览采用各国各自定义的商业银行。

[10] 不幸的是，银行概览涉及的范围少于大多数国家和地区银行业部门的 100%。这在效率度量方面几乎不产生相关问题，但在市场结构度量方面会产生更多的问题。

[11] 相对于使用事前利差而言，我们更偏好于使用事后利差，因为事前利差反映了可察觉的贷款风险，所以银行家所面对的风险的不同水平扭曲了这些利差。然而，事后利差也有一些问题，所以在不同时期，与某一项特定贷款相关的贷款损失准备和利息收入之间存在关联。参见德米尔古克-肯特和休伊曾加（1998)。

[12] 我们也根据 CPI 计算数字调节。调节数字和名义数字之间的相关为 91%，横截面相关为 96%。

[13] 如果在发布信息方面，外国银行和大银行比国内银行和小银行更积极的话，对于发展中国家和地区，外国银行指数和集中度指标可能有偏误。

[14] 见德米尔古克-肯特和莱文（1996)。

[15] 为了保证连续性，我们用不合并的资产负债表来度量效率。对于集中度指数和外国银行渗透度，我们希望银行的数目最大。

[16] 来源列举见附录 2.1。

[17] 我们注意到，这些数字都是中位数，就像在所有图表中一样。收入组均值的 64%是低收入组，38%和 39%是中等偏下和中等偏上收入组，23%是高收入组。

[18] 我们注意到，这个定义比 IFS 对其他类似银行的机构的定义严格。

[19] 如果资产负债表的总资产项包括同一类其他金融机构之间的交叉债权和对不同组金融中介的债权的话，利用这一项就可能产生问题。因此，它只包括对非金融部门债权的规模指标，如同 2.2 部分所描述的，会更好，但此数据大多数国家和地区不可获得。

[20] 人寿保险密度的构造是以本国货币度量的保险金除以购买力平价换算因数，数据来自世界发展指数和人口。为了获得真实的密度，我们用美国每年 CPI 来调整这些数字。

[21] 数据来源的完整列表见附录 2.1。

[22] 在获得这些数据时，感谢伊恩·韦伯提供的技术支持。

[23] 利用总资产而不是私人贷款产生了类似的情况。图可能给出被曲解的结果，特别是对于开发银行，因为零值会被视为无数值。

[24] 利用这种数学方法需要假设与美元兑换汇率灵活，从而通货膨胀差别受到汇率改变的影响。虽然这种方法并不完美，但它相对比较精确。

[25] 感谢琼·阿迪亚搜集了来自经济合作发展组织《金融统计月刊》的数据

[26] 我们将低收入组和中等偏低收入组结合成为债券指标，因为印度是可获得数据中惟一的低收入国家和地区。

3. 银行导向型和市场导向型金融系统：跨国比较

埃斯里·德米尔古克-肯特
罗斯·莱文

3.1 导　言

经济学家对银行导向型金融系统和市场导向型金融系统的优缺点有长期的讨论。[1] 81 讨论最初集中在四个国家和地区。在类似德国和日本的银行导向型金融系统中，银行在动员储蓄、配置资本、监控公司管理人员的投资决策和提供风险管理工具方面起主导作用。在类似英国和美国的市场导向型金融系统中，证券市场在将社会储蓄配置给企业、施加公司控制和方便风险管理方面与银行分享中心地位。一些分析家认为市场在提供金融服务方面更有效率；其他的分析家则吹捧中介的优势。这种争论不仅没有解决所讨论的问题，而且还妨碍了相应政策的恰当

制定。

现有的关于市场导向型金融系统和银行导向型金融系统的比较存在一个主要缺陷：它们关注人均 GDP 水平类似的少数国家和地区，而那些国家和地区具有类似的长期增长率。所以，如果有人同意将德国和日本视为银行导向型，而将英国和美国视为市场导向型，并且认可这些国家和地区都具有非常类似的长期增长率，那么这意味着金融结构不起太大的作用。[2] 为了提供更多关于经济重要性和金融结构决定因素的信息，经济学家们需要将争论拓展至对更多国家和地区的比较。

为了将争论拓展至更多的国家和地区，我们需要新的数据。基于一
82 个新构造的数据库，本章检验了 150 个国家和地区的金融结构。我们利用简单的图表、相关性和回归来阐述金融结构和经济增长之间的关系。而且，我们还提供了金融结构的潜在法律、管制和政策决定因素。这是自戈德史密斯（1969）那本有影响力的书以来，第一次系统地检验大量国家和地区的金融结构和经济发展。然而，需要注意的是，本章并没有检验金融结构——无论是银行导向型的国家和地区还是市场导向型的国家和地区——对经济增长和企业绩效是否有因果影响。第五章会介绍这些分析。然而，本章在对更多的国家和地区进行比较的基础上，提供了诸如金融结构和经济增长之间关系以及金融结构和法律、管制和政策之间关系的各种特征事实。

更确切地讲，我们提供了关于下列问题的国际比较：

- 经济发展和银行、非银行及股票市场的发展
- 经济发展以及银行主导系统与市场主导系统的对比
- 金融结构的法律、管制、税收和宏观决定因素

为了分析金融结构，我们必须将国家和地区划分为市场导向型或者银行导向型。我们构造了一个基于规模、活动和效率指标的金融结构综合指数。确切地讲，我们研究了银行部门发展（度量规模、活动和效率）相对于股票市场发展（也是度量规模、活动和效率）的比率。比率比较大的国家和地区被划分为银行导向型。银行部门发展相对于股票市场发展的综合比率低于均值的国家和地区被划分为市场导向型。所以，这个分组方法产生了两类国家和地区：银行导向型和市场导向型。

在给定这个有用的分析起点的同时，这个两分法提供了很多复杂情
83 况。困难的是，通过国际间的比较，这种方法甚至将银行系统发展很差

的国家和地区也视为银行导向型。在进行国际比较时，如果一国的股票市场非常不发达，就会出现这种情况。类似的，通过国家和地区比较，这种方法将市场不发达的国家和地区也视为市场导向型，因为它们的银行特别不发达。所以，我们发明了另一个分类方法，首先区分金融系统高度不发达的国家和地区。如果一个国家和地区的银行和市场发展值低于中值，该国家和地区金融系统就被视为不发达。这产生了三类金融结构：不发达类型、银行导向型和市场导向型。虽然这种划分体系也会产生问题，但它有助于对大量国家和地区的金融结构进行比较，因为与银行导向型或者市场导向型的发达金融系统相比，不发达金融系统彼此间具有更多的共同特征。虽然在只考虑银行导向型与市场导向型金融系统对比时，我们获得了类似的结果，但在我们考虑金融结构的三种划分：不发达类型、银行导向型和市场导向型时，我们获得了更清晰的画面。

我们获得了以下结论：

● 国家和地区越富有，银行、非银行和股票市场就越大、越活跃、越有效率。平均而言，国家和地区越富有，金融系统就发展得越好。

● 在高收入国家和地区，股票市场相对于银行更活跃、更有效率。随着国家和地区变得越来越富有，一国金融系统也越来越倾向于市场导向型。

● 具有习惯普通法传统、对股东权益的保护很强、会计系统良好、腐败水平低、没有外在的存款保险的国家和地区往往具有市场导向型金融系统。

● 具有法国民法传统，对股东权益和债权人权益的保护较弱、合同执行不力、腐败水平高、会计准则不完善、限制性的银行管制、高通货膨胀率的国家和地区往往具有银行导向型系统。

本章的其余部分组织如下。3.2 部分分析了不同人均收入组中金融 84
系统的差异。3.3 部分根据经验定义了金融结构，并进行了多国比较。3.4 部分中，我们检验了金融结构的法律、管制、税收和政策决定因素。我们在 3.5 部分作了总结。

3.2 不同人均收入组中金融系统的差异

不同国家和地区的金融系统存在着巨大的差别。这一部分利用了新

搜集的 150 个国家和地区的数据，阐述了贫穷国家和地区与富有国家和地区金融系统的不同（用人均 GDP 度量）。因为并非所有度量金融部门发展的指标在不同收入组中都具有系统性的变化，所以出现了一些值得注意的模式。也就是说，金融部门发展——通过规模、业务活动以及银行、非银行金融中介和股票市场效率进行度量——在比较富裕的国家和地区中往往更显著。这些分析集中在搜集的 20 世纪 90 年代的数据上。[3] 当我们将分析应用于 20 世纪 80 年代、70 年代或者 60 年代（在数据允许范围内）时我们获得了类似的结论。附录显示了金融系统在不同时期是如何不同的。第 2 章提供了关于数据来源的详细信息。

3.2.1 中介

在收入较高的国家和地区，银行和其他金融中介往往更大、更活跃、更有效率。

考虑四个度量指标。第一，流动负债/GDP，就是银行和非银行金融中介的流动负债占 GDP 的比率。通过合计一系列银行和非银行的流动负债，流动负债/GDP 是考虑金融中介相对于经济规模的综合指标。流动负债/GDP 经常被作为金融部门发展的总体度量指标（金和莱文(1993a，b)）。第二，银行资产/GDP，就是国内存款货币银行总资产除以 GDP。银行资产/GDP 提供了度量金融部门总体规模的指标。第三，存款货币银行对私人部门的债权/GDP，就是存款货币银行对私人部门发放的贷款（和其他债权）除以 GDP。这个指标不包括对公共部门（中央政府、地方政府和公共企业）发放的贷款。通过合计银行对私人部门的债权，存款货币银行对私人部门的债权/GDP 是银行在私人部
85 门中业务活动的一个综合指标。第四，其他金融机构对私人部门的债权/GDP，这个指标涉及保险公司、金融公司、集合投资计划（共同基金）、储蓄银行、私人养老基金和开发银行。其他金融机构对私人部门的债权/GDP 就是非银行对私人部门发放的贷款（和其他债权）除以 GDP，也就是 GDP 资产方的一部分。所以，其他金融机构对私人部门的债权/GDP 提供了非银行部门在私人部门中业务活动的广义度量。

计算完这些金融中介规模和业务活动的指标之后，我们按照 1997 年世界发展指标的定义将国家和地区划分为低收入、中等偏下收入、中等偏上收入和高收入的国家和地区。[4] 以此收入标准为基础，我们按照

各国的收入水平把样本划分为四类。然后，我们计算每一组金融中介发展指标的均值。表 3—1 给出了每个国家和地区的数据。图 3—1 显示，比较富裕的国家和地区组和比较贫穷的国家和地区组相比，流动负债/GDP、银行资产/GDP、存款货币银行对私人部门的债权/GDP 和其他金融机构对私人部门的债权/GDP 都较大。这些结果是统计显著的。如表 3—2 显示，人均 GDP 和流动负债/GDP、银行资产/GDP、存款货币银行对私人部门的债权/GDP 和其他金融机构对私人部门的债权/GDP 之间的相关性都在 0.05 水平上显著。在具体的国家和地区方面，澳大利亚、法国、德国、英国、中国香港、日本、荷兰和瑞士拥有相对较大、较活跃的银行业系统（见表 3—1）。另一方面，阿根廷、哥伦比亚、哥斯达黎加、加纳、尼泊尔、尼日利亚、秘鲁、土耳其和津巴布韦拥有特别小而且不活跃的银行业系统。在非银行机构方面，日本、韩国、荷兰、南非、瑞典和美国拥有很大的金融中介（见表 3—1）。的确，在美国、瑞典和韩国，其他金融机构比存款货币银行发放更多的贷款。而且，我们注意到，在比较富有的国家和地区，中央银行在信贷分配方面的指导作用更小（见图 3—1 和表 3—2）。

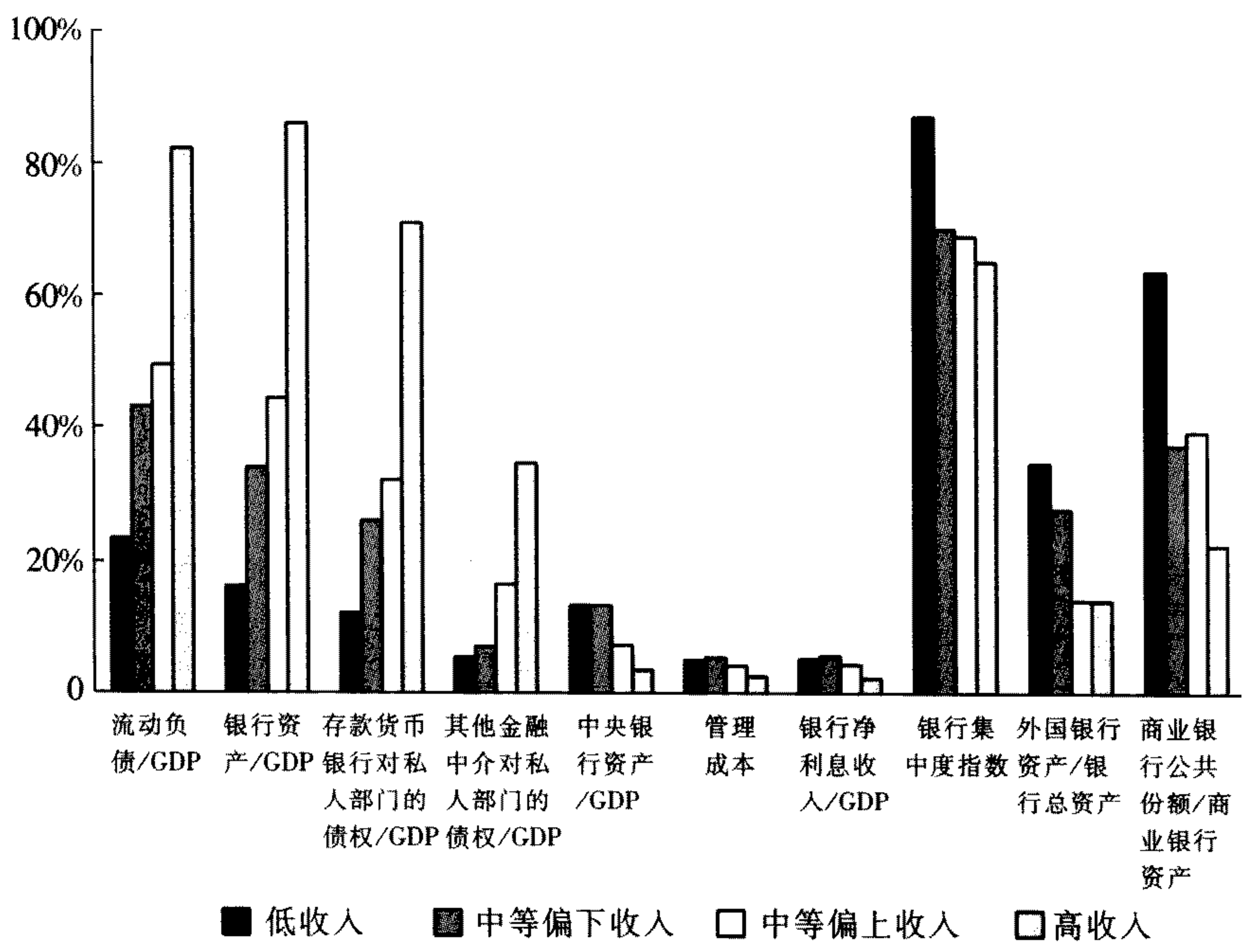


图 3—1　20 世纪 90 年代金融中介发展情况

表 3—1　　多国金融中介和股票市场发展

国家和地区名称	人均 GDP 1990—1995	流动负债/GDP	银行资产/GDP	存款货币银行对私人部门的债权/GDP	其他金融中介对私人部门的债权/GDP	中央银行资产/GDP	管理成本	银行净利息收入/GDP	银行集中度/指数	外国银行资产/银行总资产	商业银行公共份额/商业银行资产	资本的市场总值/GDP	交易总值/GDP	换手率
阿根廷	4 039.12	0.15	0.21	0.15	0.00	0.04	0.01	0.07	0.50	0.16	0.34	0.11	0.04	0.34
澳大利亚	14 313.95	0.61	0.77	0.70	0.27	0.03	0.03	0.02	0.65	0.01		0.71	0.33	0.43
奥地利	13 177.30	0.89	1.26	0.93		0.00	0.03	0.02	0.72	0.03	0.98	0.12	0.08	0.64
孟加拉国	194.31	0.34	0.31	0.22		0.02	0.02	0.01	0.64	0.20	0.72	0.04	0.01	0.09
巴巴多斯	4 777.04	0.64	0.52	0.35	0.11	0.05	0.05	0.03	1.00			0.21	0.00	0.02
比利时	14 481.78	0.69	1.18	0.56		0.01	0.03	0.02	0.65	0.03	0.00	0.36	0.05	0.15
玻利维亚	754.98	0.35	0.37	0.36	0.02	0.22	0.05	0.04	0.48	0.29	0.13	0.02	0.00	0.01
巴西	2 346.36	0.23	0.32	0.23	0.05	0.14	0.11	0.11	0.60	0.05	0.56	0.19	0.12	0.56
加拿大	17 284.79	0.76	0.66	0.57	0.24	0.04	0.02	0.02	0.58	0.07	0.00	0.59	0.29	0.47
智利	2 725.16	0.38	0.46	0.45	0.12	0.20	0.03	0.04	0.47	0.04		0.84	0.09	0.10
哥伦比亚	1 432.39	0.30	0.18	0.16	0.15	0.02	0.08	0.06	0.44	0.15	0.58	0.13	0.01	0.10
哥斯达黎加	1 866.60	0.37	0.17	0.15	0.01	0.10	0.06	0.05	0.80	0.05	0.33	0.07	0.00	0.03
塞浦路斯	6 588.45	1.24	0.81	0.69	0.39	0.11	0.04	0.06	0.88	0.48		0.22	0.02	0.11
丹麦	17 022.55	0.58	0.48	0.38		0.02	0.04	0.05	0.74	0.00	0.00	0.34	0.16	0.45
厄瓜多尔	1 322.40	0.24	0.17	0.17	0.04	0.09	0.08	0.07	0.40	0.06	0.00	0.10	0.01	0.14
埃及	1 042.35	0.81	0.63	0.26	0.04	0.34	0.02	0.01	0.65			0.10	0.02	0.14
芬兰	15 892.44	0.58	0.80	0.77		0.01	0.02	0.02	0.88		0.18	0.29	0.12	0.34

续前表

国家和地区名称	人均 GDP 1990—1995	流动负债/GDP	银行资产/GDP	存款货币银行对私人部门的债权/GDP	其他金融中介对私人部门的债权/GDP	中央银行资产/GDP	管理成本	银行净利息收入/GDP	银行集中度/指数	外国银行资产/银行总资产	商业银行公共份额/商业银行资产	资本的市场总值/GDP	交易总值/GDP	换手率
法国	15 232.41	0.64	1.02	0.89		0.01	0.04	0.03	0.41	0.06	0.74	0.33	0.17	0.50
德国	16 573.02	0.66	1.21	0.94	0.05	0.01	0.03	0.02	0.45	0.04	0.00	0.24	0.28	1.13
加纳	553.23	0.16	0.06	0.05		0.16	0.06	0.08	0.89		0.79	0.15	0.00	0.03
英国	11 794.31	0.96	1.16	1.14		0.03	0.03	0.02	0.56			1.13	0.55	0.48
希腊	6 551.64	0.60	0.41	0.18	0.14	0.19	0.04	0.03	0.77	0.02	0.77	0.15	0.06	0.36
洪都拉斯	751.32	0.29	0.25	0.21	0.04	0.07	0.04	0.07	0.44	0.19		0.05	0.02	0.67
中国香港	10 537.98	1.63	1.49	1.42			0.02	0.02	0.72			1.96	1.08	0.52
冰岛	18 939.92	0.37	0.49	0.45		0.03		1.00			0.11	0.01	0.08	
印度	385.43	0.44	0.34	0.24		0.13		0.03	0.47	0.06	0.88	0.28	0.08	0.35
印度尼西亚	609.76	0.42	0.49	0.46		0.02	0.03	0.04	0.42	0.23	0.57	0.18	0.08	0.45
伊朗	2 397.40	0.44		0.22	0.20	0.06	0.03					0.04	0.01	0.21
爱尔兰	9 014.40	0.52	0.36	0.29	0.37	0.01	0.26	0.01	0.74	0.31	0.00	0.26	0.14	0.62
以色列	9 259.58	0.69	0.92	0.60		0.06	0.01	0.03	0.84	0.03		0.33	0.19	0.70
意大利	11 504.72	0.65	0.74	0.52		0.10	0.04	0.03	0.36	0.00	0.65	0.17	0.08	0.42
牙买加	1 711.34	0.43	0.28	0.21	0.07	0.06	0.08	0.10	0.82			0.42	0.05	0.10
日本	15 705.68	1.91	1.31	1.17	0.85	0.05	0.01	0.02	0.22	0.00	0.00	0.79	0.28	0.36
约旦	1 288.78	1.11	0.71	0.62	0.07	0.21	0.03	0.02	0.91			0.65	0.12	0.20

续前表

国家和地区名称	人均 GDP 1990—1995	流动负债/GDP	银行资产/GDP	存款货币银行对私人部门的债权/GDP	其他金融中介对私人部门的债权/GDP	中央银行资产/GDP	管理成本	银行净利息收入/GDP	银行集中度/指数	外国银行资产/银行总资产	商业银行公共份额/商业银行资产	资本的市场总值/GDP	交易总值/GDP	换手率
肯尼亚	440.62	0.46	0.29	0.21	0.10	0.11	0.04	0.74	0.03			0.16	0.00	0.03
韩国	3 908.74	0.65	0.55	0.53	0.59	0.01	0.02	0.02	0.31			0.37	0.44	1.22
马来西亚	2 629.22	0.97	0.82	0.75	0.28	0.01	0.02	0.03	0.49	0.06		2.01	1.14	0.50
毛里求斯	2 124.69	0.68	0.54	0.39		0.02	0.02	0.03	0.94	0.03		0.27	0.01	0.05
墨西哥	2 951.55	0.25	0.24	0.22	0.03	0.01	0.05	0.05	0.58	0.01	0.00	0.32	0.13	0.41
尼泊尔	199.61	0.33	0.22	0.16		0.11	0.02	0.04	0.90	0.96		0.05	0.00	0.04
荷兰	13 954.71	0.83	1.12	0.90	0.55	0.01	0.01	0.01	0.74	0.10	0.00	0.69	0.43	0.56
新西兰	9 492.46	0.73	0.85	0.78	0.04	0.03	0.03	0.02	0.69		0.00	0.49	0.14	0.27
尼日利亚	550.95	0.20	0.11	0.08	0.03	0.20	0.08	0.05	0.81	0.08		0.06	0.00	0.01
挪威	20 134.81	0.57	0.69	0.57	0.34	0.02	0.02	0.03	0.84	0.01	0.00	0.26	0.14	0.53
巴基斯坦	435.90	0.41	0.36	0.23		0.14	0.03	0.03	0.74	0.20	0.52	0.16	0.06	0.34
巴拿马	1 950.45	0.53	0.58	0.56		0.21	0.02	0.02	0.42	0.42		0.09	0.00	0.04
秘鲁	1 292.36	0.15	0.12	0.09	0.01	0.00	0.10	0.08	0.69	0.42		0.11	0.04	0.30
菲律宾	734.06	0.45	0.37	0.28	0.05	0.09	0.05	0.04	0.47	0.30	0.19	0.52	0.15	0.26
葡萄牙	4 822.10	0.71	0.79	0.54		0.04	0.02	0.03	0.46	0.06	0.68	0.13	0.05	0.38
新加坡	11 152.47	1.12	0.95	0.83	0.17		0.01	0.02	0.71	0.33		1.37	0.70	0.50
南非	2 379.26	0.44	0.66	0.61	0.51	0.03	0.04	0.04	0.77	0.01		1.66	0.15	0.08

续前表

国家和地区名称	人均 GDP 1990—1995	流动负债/GDP	银行资产/GDP	存款货币银行对私人部门的债权/GDP	其他金融中介对私人部门的债权/GDP	中央银行资产/GDP	管理成本	银行净利息收入/GDP	银行集中度/指数	外国银行资产/银行总资产	商业银行公共份额/商业银行资产	资本的市场总值/GDP	交易总值/GDP	换手率
西班牙	7 286.25	0.76	0.96	0.69	0.06	0.04	0.03	0.04	0.47	0.10	0.07	0.30	0.23	0.63
斯里兰卡	537.67	0.37	0.27	0.21		0.10	0.05	0.05	0.82		0.56	0.16	0.02	0.12
瑞典	18 981.50	0.47	0.54	0.46	0.73	0.06	0.03	0.03	0.88	0.03	0.26	0.62	0.33	0.47
瑞士	19 529.79	1.44	1.77	1.65	0.39	0.01	0.05	0.02	0.76	0.08	0.19	0.98	0.76	0.74
泰国	1 502.88	0.77	0.82	0.78	0.30	0.02	0.02	0.03	0.53	0.05	0.17	0.57	0.40	0.77
特立尼达和多巴哥	3 484.84	0.52	0.37	0.30	0.17	0.08	0.04	0.04	0.76		0.12	0.01	0.10	
突尼斯	1 534.16	0.47	0.55	0.51	0.13	0.01	0.02	0.02	0.59	0.24	0.73	0.10	0.01	0.09
土耳其	2 258.77	0.22	0.19	0.13	0.01	0.06	0.06	0.10	0.44	0.01	0.51	0.14	0.16	1.04
美国	19 413.52	0.60	0.73	0.64	0.91	0.05	0.04	0.04	0.19	0.04	0.00	0.80	0.62	0.73
乌拉圭	2 514.33	0.39	0.28	0.24		0.15	0.06	0.06	0.87	0.17	0.68	0.01	0.00	0.03
委内瑞拉	3 166.58	0.29	0.15	0.12	0.05	0.06	0.07	0.09	0.52	0.24		0.12	0.03	0.26
津巴布韦	803.59	0.35	0.21	0.16	0.08	0.10	0.05	0.05	0.82	0.62		0.23	0.01	0.07
均值	6 546.68	0.59	0.58	0.48	0.21	0.08	0.04	0.04	0.65	0.15	0.35	0.39	0.17	0.35

现在，考虑银行业部门效率的两个指标。**管理成本**等于银行管理成本占银行总资产的比率。在不明确的情况下，我们将较低的管理成本视同为较高的效率。过高的管理成本支出可能反映了浪费和缺乏竞争力。然而，竞争性银行可能会承担真实投资以提供高质量金融服务也是共识。这些提高生产力的投资可能增加营业成本。所以，低管理成本可能反映竞争不足和在提供更高级的银行业服务方面投资不足。所以，**管理成本**不是度量效率的明确指标。

第二个度量银行效率的指标，**银行净利息收入**，这等于银行单位资产利息收入减去单位资产利息费用。很多因素影响利息收入，利息收入越小，经常被视为更激烈的竞争与更高的效率。我们从八个国家和地区银行层次的数据获得**管理成本**和**银行净利息收入**。然后我们计算每个国家和地区各个个体银行的均值。图 3—1 显示了国家和地区越富有，平均**管理成本**越低，平均**银行净利息收入**越小。人均 GDP 与**管理成本**和**银行净利息收入**的相关性进一步论证了人均 GDP 和银行效率之间重要的负相关关系（见表 3—2）。

表 3—2　　　　金融中介和股权市场与人均 GDP 的相关系数

	相关系数	p 值
流动负债/GDP	0.465	(0.001)
银行资产/GDP	0.663	(0.001)
存款货币银行对私人部门的债权/GDP	0.639	(0.001)
其他金融中介对私人部门的债权/GDP	0.636	(0.001)
中央银行资产/GDP	−0.442	(0.001)
管理成本	−0.353	(0.005)
银行净利息收入/GDP	−0.443	(0.001)
银行集中度指数	0.017	(0.898)
外国银行资产/银行总资产	−0.371	(0.009)
商业银行公共份额/商业银行资产	−0.462	(0.004)
资本的市场总值/GDP	0.282	(0.025)
交易总值/GDP	0.409	(0.001)
换手率	0.424	(0.001)

银行集中度和人均 GDP 之间不存在显著的统计关系。我们度量银

行业部门集中度时，采用的指标是前三大银行资产占银行业部门总资产的份额，我们称这个指标为**银行集中度指数**。图 3—1 显示，银行集中度随着国家和地区收入的增加而下降。然而，如同表 3—2 显示，这种银行集中度的下降并没有统计显著。

在表 3—1 中我们也提供了总资产中**外国银行份额**和**公共银行份额**的数据，国家和地区收入越高，这两个指标越大（见图 3—1）。如表 3—2 所示，这种关系也具有统计显著性。

3.2.2 多国股权市场

国家和地区收入越高，股票市场往往越大、越活跃、越有效。

为了度量市场规模，我们采用了**资本的市场总值/GDP**，也就是国 92
内股权（即在国内交易所交易的股权）价值占 GDP 的比率。为了度量市场活力，我们采用**总交易值/GDP**，等于在国内交易所进行交易的国内股权价值除以 GDP。**总交易值/GDP** 度量股票交易价值相对于经济规模的大小。因为**总交易值/GDP** 度量了交易相对于经济活动的大小，所以它经常被用于度量市场流动性（Levine and Zervos，1998）。最后，为了度量市场效率，我们采用了**换手率**指标，它等于在国内交易所交易的国内股权价值除以国内股权价值（即在国内交易所交易的股权）。**换手率**不是度量效率的直接指标，它没有度量交易成本。更确切地，**换手率**度量了股票交易的价值相对于市场规模的大小，它经常被作为市场流动性的指标（Demirgüç-Kunt and Levine，1996）。

如图 3—2 所示，国家和地区收入越高，**资本的市场总值/GDP、总交易值/GDP 和换手率越高**。人均 GDP 和**总交易值/GDP** 与**换手率**之间的相关性大约是 0.4，在 0.01 的水平上显著。人均 GDP 和**资本的市场总值**的相关性至多 0.3，在 0.05 的水平上显著。国家和地区越富有，股票市场越发达。在单个国家和地区方面，排列主要依赖于股票市场发展程度的详细度量。一些国家和地区所有的指标都显示良好（如表 3—1 所示的澳大利亚、法国、中国香港、马来西亚、荷兰、新加坡、瑞典、瑞士、泰国和美国）。一些国家和地区的股票市场规模较大却缺乏流动性，例如智利和南非（见表 3—1）。其他国家和地区拥有活跃但规模较小的股票市场；特别引人注意的是韩国和德国。

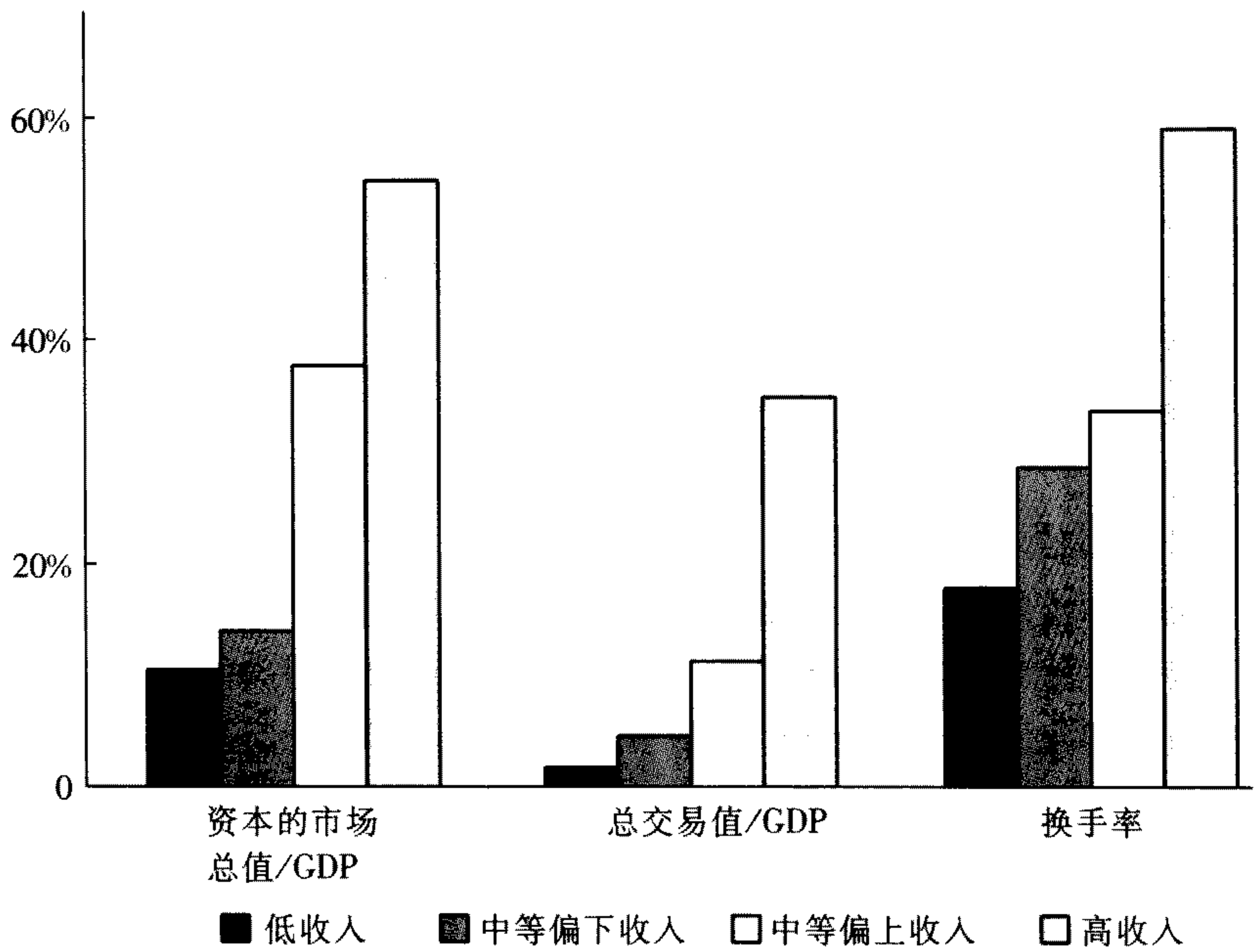


图 3—2　20 世纪 90 年代股权市场的发展情况

3.2.3　多国非银行金融中介

国家和地区越富有，保险公司、养老基金、共同基金和其他非银行金融中介占 GDP 的比重越大。

确切地讲，我们度量了保险公司、养老基金、集合投资计划（共同基金）、开发银行和其他非银行金融机构向私人部门发行的贷款。这些指标都以 GDP 为分母。图 3—3A 显示，国家和地区越富有，这些衡量非银行金融中介规模的指标越大。但国家和地区越富有，保险公司、养老基金和共同基金相对于开发银行和其他非银行机构的规模会更大（见图 3—3B）。

对于人寿保险部门，我们的数据包括一个附加的规模指标和两个附加的业务活动度量指标（见图 3—3C）。人寿保险部门的规模被定义为人寿保险公司发放的私人贷款占 GDP 的比例，它随着收入的增加而增加。人寿保险渗透度以保险费总量除以 GDP 计量，人寿保险密度以保险费总量除以人口总数来度量，这两个业务活动指标类型相似。高收入国家和地区的人寿保险渗透度是中等偏下低收入国家和地区的 10 倍，而人寿保险密度则比低收入国家和地区高出将近 100 倍。

94

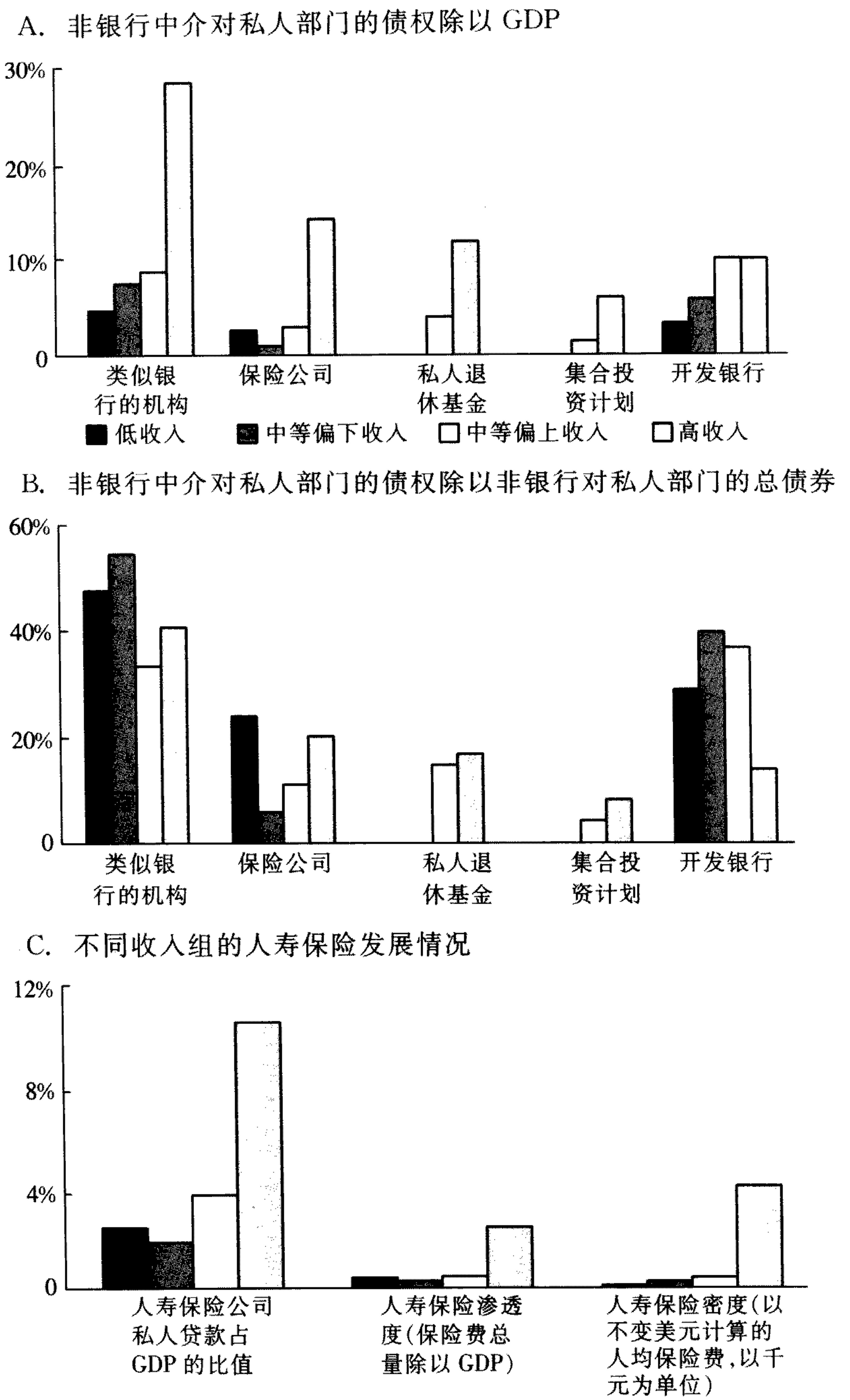


图 3—3　20 世纪 90 年代非银行中介发展情况

95 3.2.4 总效率

国家和地区收入越高，总体金融系统规模越大、越活跃、越有效率。

到现在为止，我们已经关注了中介和股票市场。在这里，我们要分析总体金融系统的指标（见表3—3）。我们考虑了总体金融部门发展的五个指标。首先，我们度量了金融系统的总体规模。为了做到这一点，我们将存款货币银行的国内资产和股票资本的市场总值加总并除以GDP。雷金和津格利斯（Rajan and Zingales，1998）采用了一个类似的指标来度量金融部门发展的总体水平。如图3—4所示，金融部门的总体规模紧随着人均GDP的增长而扩大，相关性在0.01的水平上显著（见表3—4）。

表3—3 各国金融部门的总规模和效率

国家和地区名称	人均GDP 1990—1995	总规模(存款货币银行国内资产+股票市场资本)/GDP	总效率（交易总值/净利息收入）	总效率（交易总值/管理成本）	总效率（换手率/净利息收入）	总效率（换手率/管理成本）
阿根廷	4 039.12	0.32	0.50	0.36	4.70	3.38
澳大利亚	14 313.95	1.48	16.30	12.87	21.10	16.67
奥地利	13 177.30	1.38	4.22	2.90	34.37	23.65
孟加拉国	194.31	0.35	0.70	0.26	11.30	4.20
巴巴多斯	4 777.04	0.74	0.11	0.08	0.47	0.34
比利时	14 481.78	1.53	2.37	1.87	7.03	5.56
玻利维亚	754.98	0.38				
巴西	2 346.36	0.50	1.09	1.10	5.17	5.20
加拿大	17 284.79	1.24	16.80	12.86	26.76	20.49
智利	2 725.16	1.30	1.96	2.78	2.20	3.13
哥伦比亚	1 432.39	0.31	0.21	0.16	1.51	1.18
哥斯达黎加	1 866.60	0.24	0.03	0.02	0.52	0.43
塞浦路斯	6 588.45	1.03	0.39	0.57	1.77	2.57
丹麦	17 022.55	0.82	3.31	4.43	9.53	12.74
厄瓜多尔	1 322.40	0.28	0.19	0.18	2.07	1.91
埃及	1 042.35	0.73	1.44	1.13	10.23	7.98
芬兰	15 892.44	1.09	7.42	7.03	21.22	20.12

续前表

国家和地区名称	人均 GDP 1990—1995	总规模(存款货币银行国内资产＋股票市场资本)/GDP	总效率（交易总值/净利息收入）	总效率（交易总值/管理成本）	总效率（换手率/净利息收入）	总效率（换手率/管理成本）
法国	15 232.41	1.35	4.91	3.87	14.47	11.41
德国	16 573.02	1.45	11.18	10.01	45.39	40.64
加纳	553.23	0.21	0.05	0.07	0.38	0.53
英国	11 794.31	2.29	26.97	20.65	23.54	18.02
希腊	6 551.64	0.56	1.73	1.48	10.55	9.01
洪都拉斯	751.32	0.30	0.29	0.48	9.57	16.09
中国香港	10 537.98	3.45	45.54	44.90	22.10	21.79
冰岛	18 939.92	0.60				
印度	385.43	0.62	2.58	2.86	11.72	13.02
印度尼西亚	609.76	0.68	1.85	2.70	10.76	15.68
伊朗	2 397.40	0.26				
爱尔兰	9 014.40	0.63	9.95	19.95	43.49	87.18
以色列	9 259.58	1.25	5.86	5.16	22.13	19.51
意大利	11 504.72	0.91	2.18	2.15	12.26	12.07
牙买加	1 711.34	0.70	0.55	0.63	1.09	1.25
日本	15 705.68	2.10	15.84	20.17	19.80	25.22
约旦	1 288.78	1.36	5.35	4.82	8.54	7.69
肯尼亚	440.62	0.45	0.08	0.13	0.44	0.75
韩国	3 908.74	0.92	19.77	17.86	54.93	49.60
马来西亚	2 629.22	2.83	44.24	74.91	19.45	32.93
毛里求斯	2 124.69	0.81	0.45	0.75	1.63	2.74
墨西哥	2 951.55	0.56	2.54	2.44	8.21	7.88
尼泊尔	199.61	0.27	0.06	0.10	0.95	1.56
荷兰	13 954.71	1.80	28.83	38.70	37.45	50.27
新西兰	9 492.46	1.34	6.06	5.66	11.35	10.60
尼日利亚	550.95	0.17				
挪威	20 134.81	0.95	4.82	5.94	17.88	22.03
巴基斯坦	435.90	0.52	2.17	2.05	12.14	11.46

续前表

国家和地区名称	人均 GDP 1990—1995	总规模（存款货币银行国内资产＋股票市场资本）/GDP	总效率（交易总值/净利息收入）	总效率（交易总值/管理成本）	总效率（换手率/净利息收入）	总效率（换手率/管理成本）
巴拿马	1 950.45	0.66	0.12	0.15	1.76	2.13
秘鲁	1 292.36	0.23	0.51	0.39	3.91	3.05
菲律宾	734.06	0.88	3.88	3.15	6.73	5.46
葡萄牙	4 822.10	0.92	1.55	1.93	12.55	15.64
新加坡	11 152.47	2.32	32.20	54.62	23.04	39.08
南非	2 379.26	2.32	3.46	4.07	1.98	2.33
西班牙	7 286.25	1.27	6.30	6.65	17.17	18.11
斯里兰卡	537.67	0.43	0.43	0.45	2.44	2.57
瑞典	18 981.50	1.16	12.91	12.24	18.43	17.48
瑞士	19 529.79	2.75	47.04	15.76	45.92	15.38
泰国	1 502.88	1.39	13.70	19.72	26.35	37.93
特立尼达和多巴哥	3 684.84	0.49	0.38	0.32	2.54	2.13
突尼斯	1 534.16	0.65	0.52	0.59	3.99	4.60
土耳其	2 258.77	0.33	1.61	2.57	10.72	17.06
美国	19 413.52	1.53	15.76	16.95	18.64	20.05
乌拉圭	2 514.33	0.30				
委内瑞拉	3 166.58	0.27	0.38	0.49	3.03	3.84
津巴布韦	803.59	0.44	0.30	0.30	1.48	1.50

表 3—4　　金融部门的总体规模和效率与人均 GDP 的相关程度

	相关系数	p 值
总规模［（存款货币银行国内资产＋股票市场资本）/GDP］	0.519	(0.001)
总效率（交易总值/银行净利息收入）	0.470	(0.001)
总效率（交易总值/管理成本）	0.304	(0.020)
总效率（换手率/银行净利息收入）	0.574	(0.001)
总效率（换手率/管理成本）	0.400	(0.002)

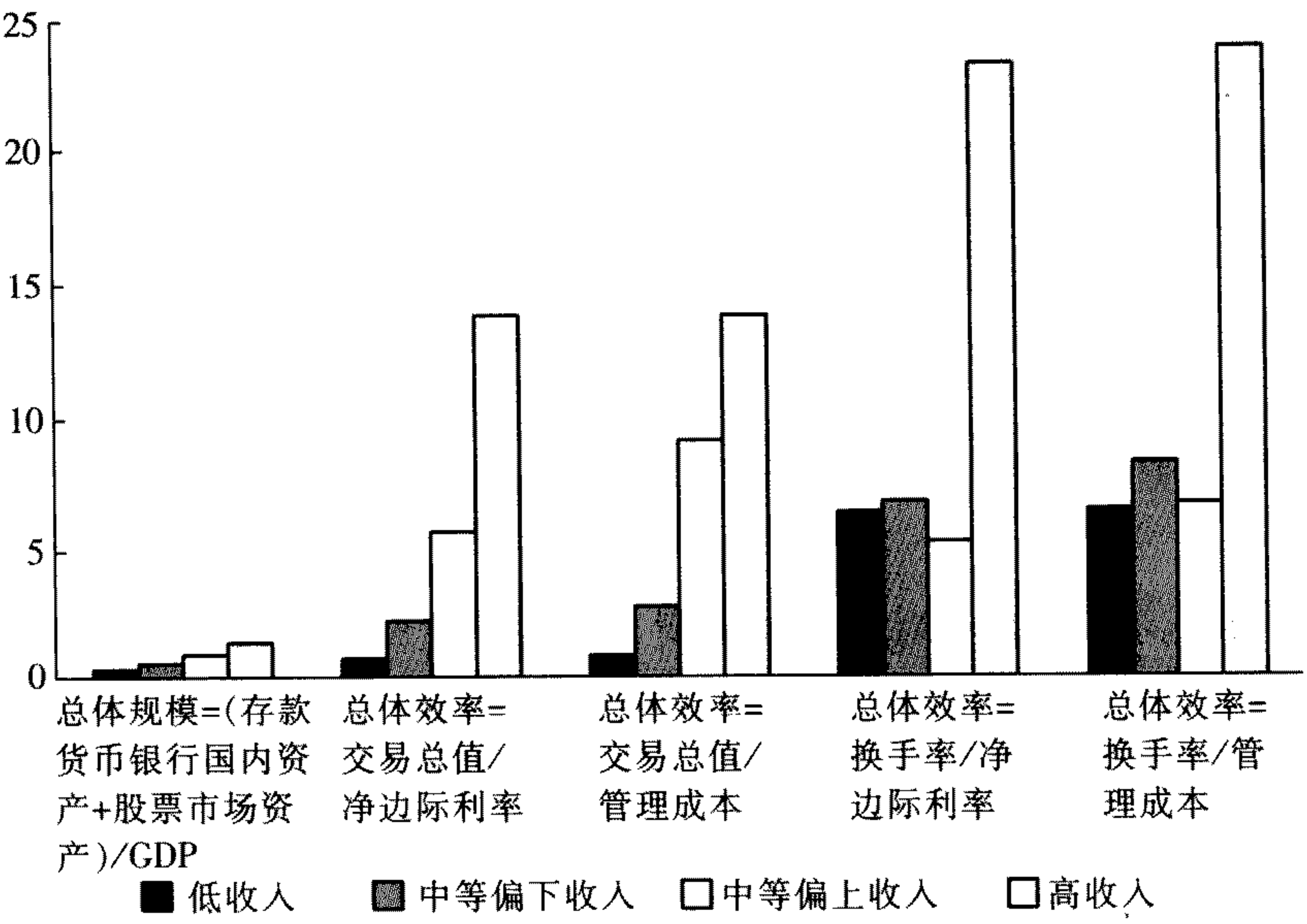


图 3—4　金融系统的总体规模与效率

随后，我们考虑了总体金融部门发展的四个指标，我们将股票市场和银行业发展的指标混合并配对。我们采用了**换手率**和**交易总值/GDP**来度量股票市场流动性，这样，该指标水平越高，则可解释为股市运行更有效。为了度量基于整个经济状况的股票市场的发展，我们往往采用**交易总值/GDP**而不是**换手率**。**交易总值/GDP**度量了相对于经济规模的交易，而**换手率**度量的是相对于市场规模的交易。所以，一个规模小但有活力的市场可能具有高**换手率**和**低的交易总值/GDP**。因为当我们寻求度量一国公司所有权交易的便利程度时，采用**交易总值/GDP**来度量会更加直接。但是，我们同时提供了两个指标的结果。类似的，我们采用**管理成本**和**银行净利息收入**来度量银行业部门的效率。如果这些指标水平较高，这里，我们就将其解释为银行运营效率较低。所以，我们将各个股票市场指标除以各个银行业部门效率的指标，从而构造了度量总体金融部门发展的四个指标。

金融部门总体效率指标的结果如图 3—4 所示，图中国家和地区被划分为四个收入组。如图所示，越富有的国家和地区往往就拥有效率越高的金融系统，并且对于所有的指标，正相关关系都在 0.05 的水平上经济显著（见表 3—4）。一些国家和地区在总体金融部门效率方面很突

出。特别是在采用我们更偏好的两个度量总体金融部门效率的指标（那些基于股票市场的指标，**交易总值/GDP** 和两个银行业部门的度量指标**即管理成本和银行净利息收入**）时，马来西亚、中国香港、新加坡、荷
100 兰、日本、泰国、韩国、英国、美国、瑞士和澳大利亚都进入高水平之列。

3.3 金融结构：比较和定义

在显示了国家和地区人均 GDP 水平越高，中介和股市往往更大、更活跃、更有效率之后，现在我们转向金融结构。这一部分关注银行与股市的比较。我们也进一步区分了具有不发达金融系统和发达金融系统的经济体。这提供了另外的关于金融结构的信息，也就是，如果以国际标准衡量，一个偏向于银行导向型（市场导向型）的系统一般被认为会拥有发达的银行（市场）。例如，德国和巴基斯坦都被视为银行导向型系统，但巴基斯坦银行并没有如同银行导向型系统所预期的那样运行，因为巴基斯坦银行不如德国银行发达。类似的，美国和菲律宾都是市场导向型系统，但菲律宾市场在提供金融服务方面并没有达到预期的效率。确实，当我们观察金融结构的决定因素时，我们发现，与和他们分别相类似的银行导向型系统和市场导向型系统对应相比，类似于巴基斯坦和菲律宾的国家和地区彼此间倒具有更多的共同点。

3.3.1 规模

和国内股票市场的规模相比，银行并没有随着国家和地区收入的增加而变得更大或者更小。

首先考虑基于规模基础之上的金融结构指标。确切地讲，银行占资本市场总值的比率相当于存款货币银行的国内资产占国内股票资本市场总值的比率（即，银行占资本市场总值的比率相当于银行资产除以资本的市场总值）。如先前图表所示，图 3—5 按照收入的四分位数将银行占资本市场总值的比率划分为四组。图中第一列是低收入国家和地区银行占资本市场总值比率的平均水平。如图所示，收入水平和国内银行资产相对于国内股票市场规模之间没有明显关系。

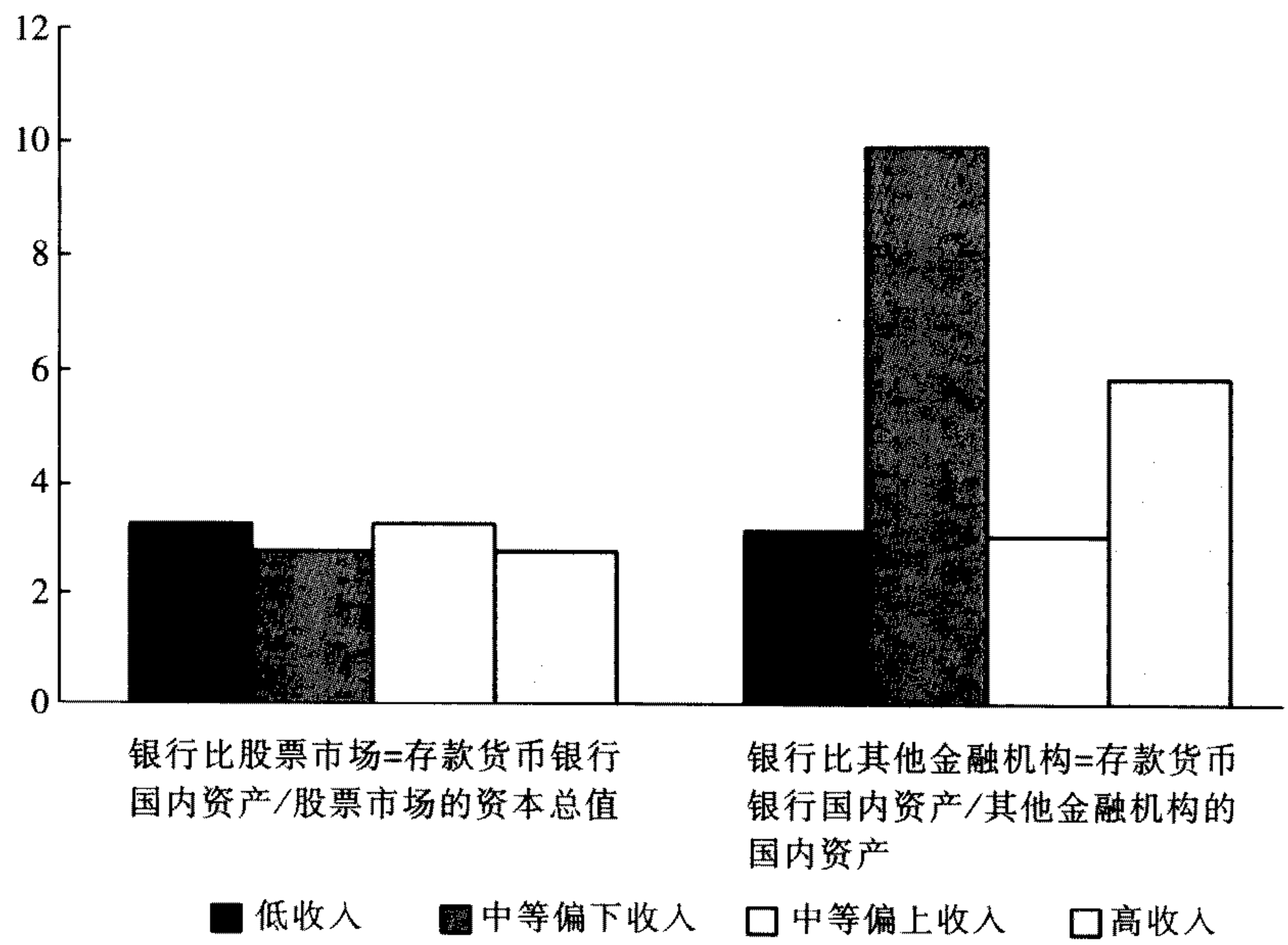


图 3—5　银行、股票市场和其他金融机构的相对规模

现在考虑如何依据银行占资本市场总值的比率将各个国家和地区划 101
分为银行导向型和市场导向型的金融结构。表 3—5 给出了这个相对规模指标，将各个国家和地区依据银行占资本市场总值的比率从最低排列至最高。这个数值差别很大，从 0.4（南非）到 10.24（奥地利）。我们考察前十个相对于银行规模来说拥有更大市场规模的国家和地区，包括美国、瑞典、中国香港、新加坡和马来西亚，它们被分为市场导向型。然而，银行占资本市场总值比率的指标将牙买加、墨西哥和菲律宾也划分为市场导向型。这主要是因为这些国家和地区的银行很小而且不发达，而不是因为它们的股票市场很发达。的确，墨西哥的股票市场其资本比率低于样本中位数。类似的，银行占资本市场总值的比率指标将智利和南非划分为市场导向型，即使后面我们还将提到，它们的股票市场并没有很多交易。

在银行导向型对市场导向型系列的另一端，我们发现了同样的情况。考虑拥有相对于国内股票市场的银行规模最大的前十个国家和地
区，这个金融结构的相对规模指标将奥地利、巴拿马、葡萄牙、突尼斯 103
和德国划分为银行导向型。然而，银行占资本市场总值比率的指标也将

表 3—5　　银行对资本

国家和地区名称	人均 GDP	存款货币银行的国内资产/GDP	资本市场总值/GDP	存款货币银行的国内资产/资本市场总值
南非	2 379.26	0.66	1.66	0.40
马来西亚	2 629.22	0.82	2.01	0.41
智利	2 725.16	0.46	0.84	0.55
牙买加	1 711.34	0.28	0.42	0.67
新加坡	11 152.47	0.95	1.37	0.70
菲律宾	734.06	0.37	0.52	0.71
墨西哥	2 951.55	0.24	0.32	0.76
中国香港	10 537.98	1.49	1.96	0.76
瑞典	18 981.50	0.54	0.62	0.86
美国	19 413.52	0.73	0.80	0.91
津巴布韦	803.59	0.21	0.23	0.95
秘鲁	1 292.36	0.12	0.11	1.01
英国	11 794.31	1.16	1.13	1.03
澳大利亚	14 313.95	0.77	0.71	1.08
约旦	1 288.78	0.71	0.65	1.10
加拿大	17 284.79	0.66	0.59	1.12
委内瑞拉	3 166.58	0.15	0.12	1.21
印度	385.43	0.34	0.28	1.24
哥伦比亚	1 432.39	0.18	0.13	1.34
土耳其	2 258.77	0.19	0.14	1.35
爱尔兰	9 014.40	0.36	0.26	1.36
丹麦	17 022.55	0.48	0.34	1.40
泰国	1 502.88	0.82	0.57	1.44
韩国	3 908.74	0.55	0.37	1.48
芬兰	13 954.71	1.12	0.69	1.63
日本	15 705.68	1.31	0.79	1.66
厄瓜多尔	1 322.40	0.17	0.10	1.68
斯里兰卡	537.67	0.27	0.16	1.69
巴西	2 346.36	0.32	0.19	1.70
新西兰	9 492.46	0.85	0.49	1.73
肯尼亚	440.62	0.29	0.16	1.80
瑞士	19 529.79	1.77	0.98	1.80
尼日利亚	550.95	0.11	0.06	1.88
阿根廷	4 039.12	0.21	0.11	1.90

续前表

国家和地区名称	人均 GDP	存款货币银行的国内资产/GDP	资本市场总值/GDP	存款货币银行的国内资产/资本市场总值
毛里求斯	2 124.69	0.54	0.27	2.04
巴基斯坦	435.90	0.36	0.16	2.17
巴巴多斯	4 777.04	0.52	0.21	2.44
哥斯达黎加	1 866.60	0.17	0.07	2.51
印度尼西亚	609.76	0.49	0.18	2.67
挪威	20 134.81	0.69	0.26	2.69
芬兰	15 892.44	0.80	0.29	2.71
以色列	9 259.58	0.92	0.33	2.76
希腊	6 551.64	0.41	0.15	2.78
特立尼达和多巴哥	3 684.84	0.37	0.12	2.95
法国	15 232.41	1.02	0.33	3.11
西班牙	7286.25	0.96	0.30	3.20
比利时	14 481.78	1.18	0.36	3.31
塞浦路斯	6 588.45	0.81	0.22	3.73
尼泊尔	199.61	0.22	0.05	4.30
意大利	11 504.72	0.74	0.17	4.45
冰岛	18 939.92	0.49	0.11	4.50
德国	16 573.02	1.21	0.24	5.01
洪都拉斯	751.32	0.25	0.05	5.22
伊朗	2 397.40	0.22	0.04	5.24
突尼斯	1 534.16	0.55	0.10	5.79
葡萄牙	4 822.10	0.79	0.13	5.84
埃及	1 042.35	0.63	0.10	6.10
巴拿马	1 950.45	0.58	0.09	6.74
孟加拉国	194.31	0.31	0.04	7.76
奥地利	13 177.30	1.26	0.12	10.24

孟加拉国、埃及和伊朗划分为银行导向型。这再次是因为它们的股票市场很小而且不发达，而不是因为它们的银行很发达。确切地讲，孟加拉国、埃及和伊朗所拥有的银行占 GDP 的比重都低于样本中位数。所以，虽然相对规模指标提供了关于银行对市场的相对规模的有用信息，但它有明显的限制。值得注意的是，一个国家或地区的银行占资本市场总值的比值大，并不必然意味着相对于其他国家和地区，该国家或地区拥有 104

发达的银行业系统。类似地，一个国家或地区的银行占资本市场总值的比值小，并不必然意味着相对于其他国家和地区，该国家或地区拥有发达的股票市场。

我们也检验了银行相对于非银行金融中介的关系。确切地讲，我们构造了一个度量银行规模相对于非银行规模的比值，称之为银行比其他金融机构，相当于存款货币银行的国内资产除以其他金融中介的国内资产。从图 3—5 与表 3—6 可以看出，银行并没有随着国家和地区收入的增加而表现出扩张或者收缩的强烈趋势。

105 **表 3—6** **银行对其他金融机构**

国家和地区名称	人均 GDP	存款货币银行的国内资产/GDP	其他金融机构的国内资产/GDP	存款货币银行的国内资产/其他金融机构的国内资产
瑞典	18 981. 50	0. 54	0. 82	0. 66
美国	19 413. 52	0. 73	1. 11	0. 66
爱尔兰	9 014. 40	0. 36	0. 45	0. 81
南非	2 379. 26	0. 66	0. 77	0. 86
韩国	3 908. 74	0. 55	0. 60	0. 92
日本	15 705. 68	1. 31	1. 41	0. 93
哥伦比亚	1 432. 39	0. 18	0. 19	0. 95
荷兰	13 954. 71	1. 12	0. 96	1. 16
津巴布韦	803. 59	0. 21	0. 15	1. 41
挪威	20 134. 81	0. 69	0. 46	1. 51
希腊	6 551. 64	0. 41	0. 27	1. 54
特立尼达和多巴哥	3 684. 84	0. 37	0. 20	1. 87
塞浦路斯	6 588. 45	0. 81	0. 39	2. 06
肯尼亚	440. 62	0. 29	0. 13	2. 15
泰国	1 502. 88	0. 82	0. 34	2. 42
墨西哥	2 951. 55	0. 24	0. 10	2. 46
加拿大	17 284. 79	0. 66	0. 26	2. 56
马来西亚	2 629. 22	0. 82	0. 31	2. 60
委内瑞拉	3 166. 58	0. 15	0. 06	2. 64
澳大利亚	14 313. 95	0. 77	0. 27	2. 81
伊朗	2 397. 40	0. 22	0. 06	3. 35
智利	2 725. 16	0. 46	0. 13	3. 56
牙买加	1 711. 34	0. 28	0. 08	3. 68

续前表

国家和地区名称	人均 GDP	存款货币银行的国内资产/GDP	其他金融机构的国内资产/GDP	存款货币银行的国内资产/其他金融机构的国内资产
尼日利亚	550.95	0.11	0.03	3.73
瑞士	19 529.79	1.77	0.44	3.98
突尼斯	1 534.16	0.55	0.13	4.20
厄瓜多尔	1 322.40	0.17	0.04	4.24
巴巴多斯	4 777.04	0.52	0.11	4.67
洪都拉斯	751.32	0.25	0.05	4.90
巴西	2 346.36	0.32	0.06	5.06
新加坡	11 152.47	0.95	0.18	5.25
菲律宾	734.06	0.37	0.06	6.65
新西兰	9 492.46	0.85	0.09	9.94
约旦	1 288.78	0.71	0.07	10.27
埃及	1 042.35	0.63	0.06	11.42
秘鲁	1 292.36	0.12	0.01	11.48
土耳其	2 258.77	0.19	0.01	15.26
西班牙	7 286.25	0.96	0.06	16.47
德国	16 573.02	1.21	0.05	22.68
奥地利	13 177.30	1.26	0.05	23.35
玻利维亚	754.98	0.37	0.02	24.31
哥斯达黎加	1 866.60	0.17	0.01	29.54

3.3.2 业务活动

国家和地区收入越高，国内股票市场相对于国内银行往往越活跃。

为了度量金融结构的活跃性，考虑存款货币银行发行的私人贷款相对于在国内交易所进行的股票交易的总值的比率，我们将这个比率称为**银行贷款比交易**。相对于在国内股票市场交易的总值，在银行积极地向私人部门提供信贷的国家和地区，**银行贷款比交易**的比值较大。图 3—6 显示，收入越高的国家和地区组，金融结构的**银行贷款比交易**的比率往往越低，市场导向的概率越大。类似地，图中也显示，相对于非银行金融中介，股票市场也往往变得更加活跃。

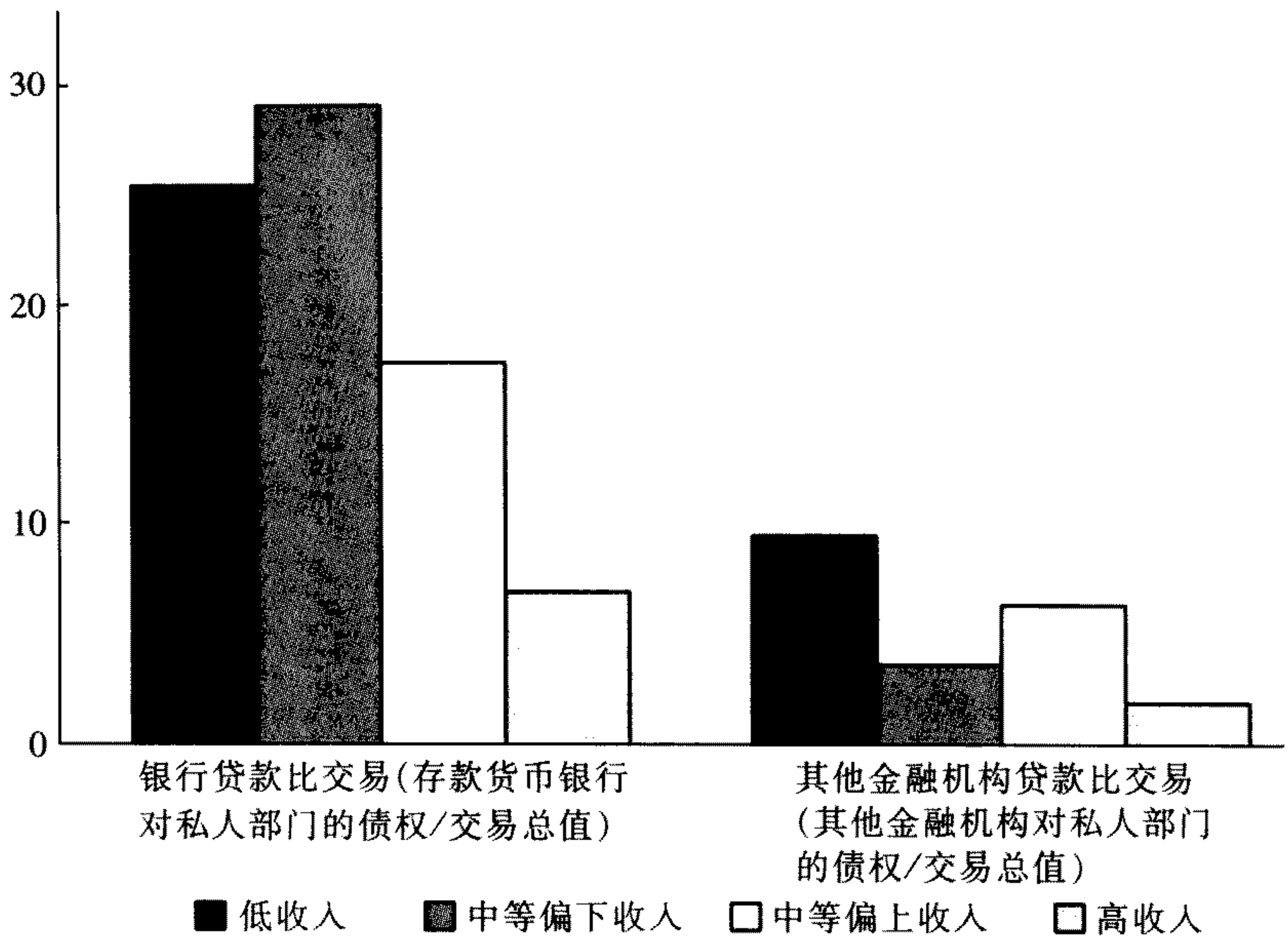


图 3—6　银行、股票市场和其他金融机构的业务活动

现在，让我们考虑利用银行比市场的相对业务活动将各个国家和地区分组。与相对规模指标（**银行比资本的市场总值**）相比，金融结构（**银行贷款比交易**）的相对指标在对国家和地区进行分类方面产生了一些不同。表 3—7 将国家和地区按照银行贷款比交易的值从低到高排列。比值从 0.7 到 196，虽然最大值对应的国家和地区的股票交易所实质上并没有交易。考虑银行相对市场业务活动最低的十个国家和地区，包括
108 美国、瑞典、中国香港、新加坡和马来西亚，依据金融结构（**银行比资本的市场总值**）的规模指标，它们也被划分为市场导向型。相对活跃指标也将韩国划分为市场导向型。韩国拥有不大但活跃的股票市场，过去的 15 年非银行机构规模日益扩大，所以存款货币银行对私人部门的贷款占 GDP 的份额并不大。**银行贷款比交易**这个相对指标也将土耳其、
109 墨西哥和巴西划分为市场导向型。这是因为这些国家和地区的银行非常没有活力，很不发达，而不是因为它们拥有活跃的股票市场。的确，在这些国家和地区，交易低于样本均值。另外，我们注意到智利和南非不再被划分为市场导向型。这两个国家和地区拥有大但相对不活跃的股票交易所。

表 3—7 银行贷款对交易

国家和地区名称	人均 GDP	存款货币银行的国内资产/GDP	交易总值/GDP	存款货币银行对私人部门的债权/交易总值
马来西亚	2 629.22	0.75	1.14	0.66
土耳其	2 258.77	0.13	0.16	0.85
美国	19 413.52	0.64	0.62	1.05
新加坡	11 152.47	0.83	0.70	1.18
韩国	3 908.74	0.53	0.44	1.21
中国香港	10 537.98	1.42	1.08	1.32
瑞典	18 981.50	0.46	0.33	1.38
墨西哥	2 951.55	0.22	0.13	1.71
菲律宾	734.06	0.28	0.15	1.87
巴西	2 346.36	0.23	0.12	1.92
加拿大	17 284.79	0.57	0.29	1.93
泰国	1 502.88	0.78	0.40	1.96
英国	11 794.31	1.14	0.55	2.06
爱尔兰	9 014.40	0.29	0.14	2.07
澳大利亚	14 313.95	0.70	0.33	2.10
芬兰	13 954.71	0.90	0.43	2.11
瑞士	19 529.79	1.65	0.76	2.18
丹麦	17 022.55	0.38	0.16	2.40
秘鲁	1 292.36	0.09	0.04	2.44
西班牙	7 286.25	0.69	0.23	2.98
希腊	6 551.64	0.18	0.06	3.13
印度	385.43	0.24	0.08	3.17
以色列	9 259.58	0.60	0.19	3.20
德国	16 573.02	0.94	0.28	3.40
委内瑞拉	3 166.58	0.12	0.03	3.52
巴基斯坦	435.90	0.23	0.06	3.78
牙买加	1 711.34	0.21	0.05	3.92
挪威	20 134.81	0.57	0.14	4.01
日本	15 705.68	1.17	0.28	4.11
南非	2 379.26	0.61	0.15	4.14
阿根廷	4 039.12	0.15	0.04	4.17

续前表

国家和地区名称	人均 GDP	存款货币银行的国内资产/GDP	交易总值/GDP	存款货币银行对私人部门的债权/交易总值
约旦	1 288.78	0.62	0.12	4.98
法国	15 232.41	0.89	0.17	5.21
智利	2 725.16	0.45	0.09	5.28
新西兰	9 492.46	0.78	0.14	5.44
印度尼西亚	609.76	0.46	0.08	5.99
芬兰	15 892.44	0.77	0.12	6.55
意大利	11 504.72	0.52	0.08	6.90
斯里兰卡	537.67	0.21	0.02	9.8
洪都拉斯	751.32	0.21	0.02	10.39
比利时	14 481.78	0.56	0.05	10.81
津巴布韦	803.59	0.16	0.01	11.15
葡萄牙	4 822.10	0.54	0.05	11.35
哥伦比亚	1 432.39	0.16	0.01	11.64
奥地利	13 177.30	0.93	0.08	11.91
厄瓜多尔	1 322.40	0.17	0.01	12.78
埃及	1 042.35	0.26	0.02	13.58
特立尼达和多巴哥	3 684.84	0.30	0.01	21.03
伊朗	2 397.40	0.20	0.01	27.07
毛里求斯	2 124.69	0.39	0.01	27.14
塞浦路斯	6 588.45	0.69	0.02	28.39
孟加拉国	194.31	0.22	0.01	38.61
肯尼亚	440.62	0.21	0.00	42.55
突尼斯	1 534.16	0.51	0.01	43.98
冰岛	18 939.92	0.45	0.01	61.65
尼泊尔	199.61	0.16	0.00	67.27
哥斯达黎加	1 866.60	0.15	0.00	98.50
巴巴多斯	4 777.04	0.35	0.00	103.40
巴拿马	1 950.45	0.56	0.00	196.18

用银行贷款比交易的指标度量金融结构在区分银行导向金融系统时甚至面临着更大的问题，因为大量国家和地区的股票市场很不活跃，如

表 3—7 所示，这增大了银行贷款比交易的值。[5] 为了减轻这个问题，我们只考虑银行给私人部门的贷款占 GDP 的比率大于样本中位数的国家和地区。不出我们所料，金融结构相对业务活动的指标将巴拿马、突尼斯、塞浦路斯、奥地利、葡萄牙、比利时、意大利和芬兰划分为银行导向型。所以，虽然银行相对业务活动的指标提供了银行相对于股市的业务活动的有用信息，但它也有很大的局限。依据相对规模指标，如果一个国家和地区的**银行贷款比交易**指标值大，并不一定意味着它的银行业系统比其他的国家和地区更加活跃。

我们还比较了股票市场和非银行金融中介。确切地讲，我们构造了股票市场相对于非银行金融中介业务活动的指标。非银行的业务活动相对于股票市场的业务活动被称为**其他金融中介比交易**，相当于非银行私人贷款除以股票交易的价值。从图 3—6 和表 3—8 可知，收入越高，非银行相对于股票市场的业务活动越高。

表 3—8　　其他金融机构对交易

国家和地区名称	人均 GDP	其他金融机构对私人部门的债权/GDP	交易总值/GDP	其他金融机构对私人部门的债权/交易总值
土耳其	2 258.77	0.01	0.16	0.06
德国	16 573.02	0.05	0.28	0.18
秘鲁	1 292.36	0.01	0.04	0.23
新加坡	11 152.47	0.17	0.70	0.24
马来西亚	2 629.22	0.28	1.14	0.25
西班牙	7 286.25	0.06	0.23	0.25
墨西哥	2 951.55	0.03	0.13	0.26
新西兰	9 492.46	0.04	0.14	0.29
菲律宾	734.06	0.05	0.15	0.33
巴西	2 346.36	0.05	0.12	0.39
瑞士	19 529.79	0.39	0.76	0.51
约旦	1 288.78	0.07	0.12	0.56
泰国	1 502.88	0.30	0.40	0.75
澳大利亚	14 313.95	0.27	0.33	0.81
加拿大	17 284.79	0.24	0.29	0.83
牙买加	1 711.34	0.07	0.05	1.26
芬兰	13 954.71	0.55	0.43	1.28
韩国	3 908.74	0.59	0.44	1.33

续前表

国家和地区名称	人均 GDP	其他金融机构对私人部门的债权/GDP	交易总值/GDP	其他金融机构对私人部门的债权/交易总值
智利	2 725.16	0.12	0.09	1.46
美国	19 413.52	0.91	0.62	1.49
委内瑞拉	3 166.58	0.05	0.03	1.50
瑞典	18 981.50	0.73	0.33	2.18
洪都拉斯	751.32	0.04	0.02	2.20
埃及	1 042.35	0.04	0.02	2.22
希腊	6 551.64	0.14	0.06	2.35
挪威	20 134.81	0.34	0.14	2.40
冰岛	9 014.40	0.37	0.14	2.63
日本	15 705.68	0.85	0.28	2.98
厄瓜多尔	1 322.40	0.04	0.01	3.09
南非	2 379.26	0.51	0.15	3.42
哥斯达黎加	1 866.60	0.01	0.00	3.62
津巴布韦	803.59	0.08	0.01	5.80
伊朗	2 397.40	0.06	0.01	8.69
突尼斯	1 534.16	0.13	0.01	11.27
哥伦比亚	1 432.39	0.15	0.01	11.38
特立尼达和多巴哥	3 684.84	0.17	0.01	12.00
塞浦路斯	6 588.45	0.39	0.02	16.22
肯尼亚	440.62	0.10	0.00	20.35
巴巴多斯	4 777.04	0.11	0.00	32.44

3.3.3 效率

国家和地区收入越高，国内股票市场相对于国内银行的效率越高。

为了度量金融结构的效率，我们关注市场导向型和银行导向型金融结构的两个指标。对于市场，我们关注股票市场交易价值与经济规模的比值（**总值比 GDP**）。我们不采用**换手率**，以避免将拥有活跃但规模小的市场的国家和地区划分为市场导向型。要将一个国家和地区划分为市场导向型，我们希望它们拥有的股票市场相对于银行系统大且活跃。对于银行，我们采用两个度量指标：**管理成本**和**银行净利息收入**。所以，

111

我们关注金融结构效率的两个指标：(1) **交易对管理成本**，相当于**交易总值/GDP** 乘以管理成本；和 (2) **交易对利息收入**，相当于**交易总值/GDP** 乘以银行净利息收入。

如图 3—7 所示，国家和地区越富有，**交易对管理成本**和**交易对利息收入**的比值越大。根据这些度量金融结构相对效率的指标，国家和地区越富有，就越可能成为市场导向型。

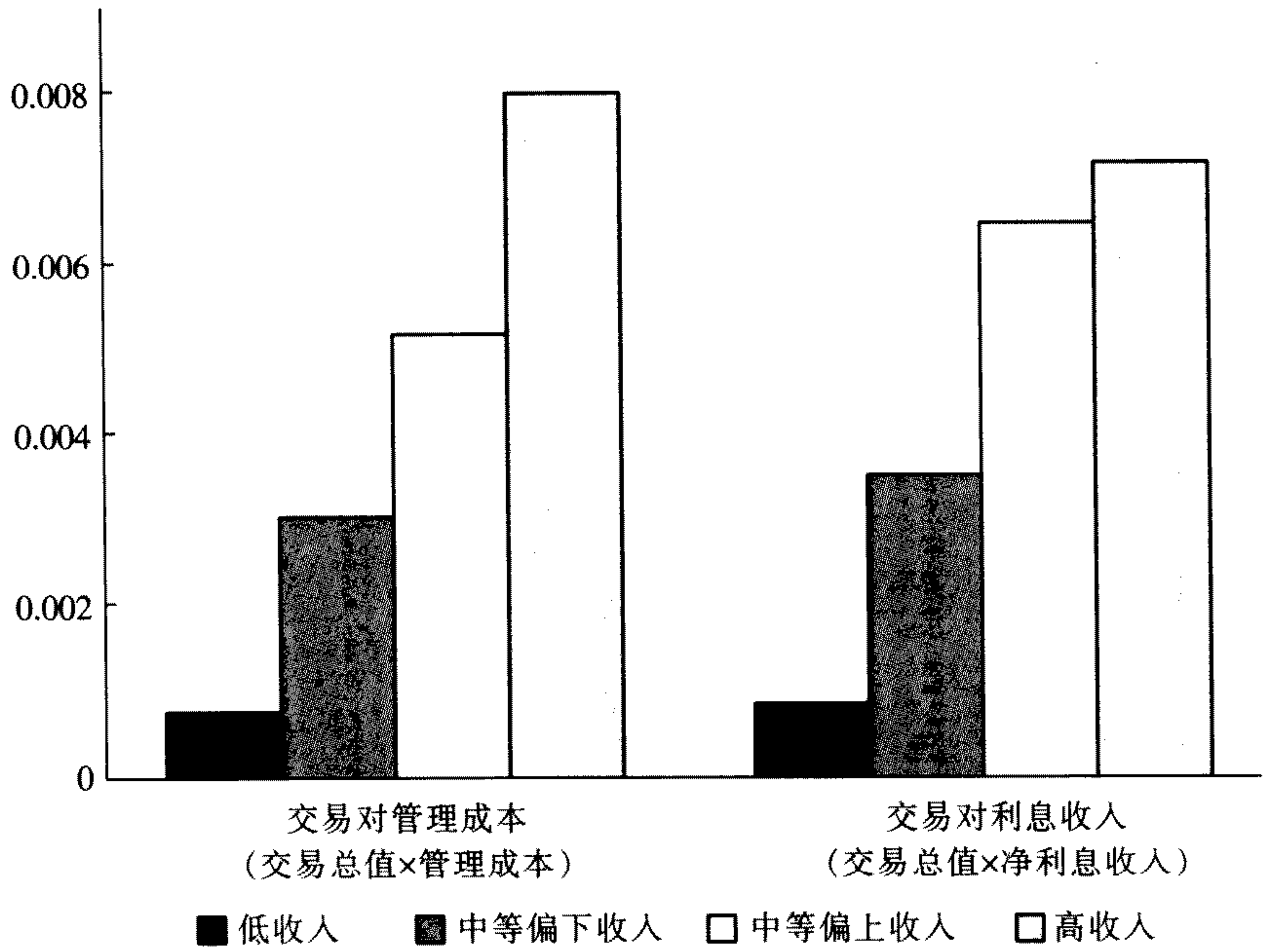


图 3—7 股票市场对银行效率

对于各个特定的国家和地区，**交易对利息收入**和**交易对营业成本**度量了这样 9 个国家和地区的金融结构：(1) 数值大，即意味着市场导向型经济和 (2) **交易总值/GDP** 的数值大于样本中位数（见表 3—9 和表 3—10）。所以，马来西亚、中国香港、美国、新加坡、英国、瑞士、瑞典、中国台湾和韩国的股票市场与它们的银行和全世界的市场相比都是活跃的。虽然**交易对利息收入**和**交易对管理成本**这两个金融结构的度量指标也将巴西和土耳其划分为市场导向型，但是这些市场并不太活跃。确切地讲，巴西和土耳其的**交易总值/GDP** 低于样本中位数。

表 3—9　　　　交易对管理成本

国家和地区名称	人均 GDP	交易总值	管理成本	交易总值×管理成本
巴拿马	1 950.45	0.00	0.02	0.00
尼泊尔	199.61	0.00	0.02	0.00
哥斯达黎加	1 866.60	0.00	0.06	0.00
孟加拉国	194.31	0.01	0.02	0.00
巴巴多斯	4 777.04	0.00	0.05	0.00
肯尼亚	440.62	0.00	0.04	0f00
突尼斯	1 534.16	0.01	0.02	0.00
加纳	553.23	0.00	0.06	0.00
毛里求斯	2 124.69	0.01	0.02	0.00
埃及	1 042.35	0.02	0.02	0.00
特立尼达和多巴哥	3 684.84	0.01	0.04	0.00
津巴布韦	803.59	0.01	0.05	0.00
洪都拉斯	751.32	0.02	0.04	0.00
爱尔兰	9 014.40	0.14	0.01	0.00
厄瓜多尔	1 322.40	0.01	0.08	0.00
斯里兰卡	537.67	0.02	0.05	0.00
塞浦路斯	6 588.45	0.02	0.04	0.00
哥伦比亚	1 432.39	0.01	0.08	0.00
葡萄牙	4 822.10	0.05	0.02	0.00
比利时	14 481.78	0.05	0.03	0.00
巴基斯坦	435.90	0.06	0.03	0.00
芬兰	15 892.44	0.12	0.02	0.00
印度	385.43	0.08	0.03	0.00
奥地利	13 177.30	0.08	0.03	0.00
印度尼西亚	609.76	0.08	0.03	0.00
委内瑞拉	3 166.58	0.03	0.07	0.00
希腊	6 551.64	0.06	0.04	0.00
智利	2 725.16	0.09	0.03	0.00
意大利	11 504.72	0.08	0.04	0.00
约旦	1 288.78	0.12	0.03	0.00
挪威	20 134.81	0.14	0.02	0.00
新西兰	9 492.46	0.14	0.03	0.00
阿根廷	4 039.12	0.04	0.10	0.00
秘鲁	1 292.36	0.04	0.10	0.00
日本	15 705.68	0.28	0.01	0.00
牙买加	1 711.34	0.05	0.08	0.00

续前表

国家和地区名称	人均 GDP	交易总值	管理成本	交易总值×管理成本
荷兰	13 954.71	0.43	0.01	0.00
南非	2 379.26	0.15	0.04	0.01
丹麦	17 022.55	0.16	0.04	0.01
墨西哥	2 951.55	0.13	0.05	0.01
加拿大	17 284.79	0.29	0.02	0.01
以色列	9 259.58	0.19	0.04	0.01
菲律宾	734.06	0.15	0.05	0.01
法国	15 232.41	0.17	0.04	0.01
德国	16 573.02	0.28	0.03	0.01
西班牙	7 286.25	0.23	0.03	0.01
泰国	1 502.88	0.40	0.02	0.01
澳大利亚	14 313.95	0.33	0.03	0.01
瑞典	18 981.50	0.33	0.03	0.01
新加坡	11 152.47	0.70	0.01	0.01
土耳其	2 258.77	0.16	0.06	0.01
韩国	3 908.74	0.44	0.02	0.01
巴西	2 346.36	0.12	0.11	0.01
英国	11 794.31	0.55	0.03	0.01
马来西亚	2 629.22	1.14	0.02	0.02
美国	19 413.52	0.62	0.04	0.02
中国香港	10 537.98	1.08	0.02	0.03
瑞士	19 529.79	0.76	0.05	0.04

表 3—10　　交易对利差幅度

国家和地区名称	人均 GDP	交易总值	净利差幅度	交易总值×净利差幅度
孟加拉国	194.31	0.01	0.01	0.00
巴拿马	1 950.45	0.00	0.02	0.00
哥斯达黎加	1 866.60	0.00	0.05	0.00
尼泊尔	199.61	0.00	0.04	0.00
巴巴多斯	4 777.04	0.00	0.03	0.00
突尼斯	1 534.16	0.01	0.02	0.00
埃及	1 042.35	0.02	0.01	0.00
加纳	553.23	0.00	0.08	0.00
肯尼亚	440.62	0.00	0.07	0.00
毛里求斯	2 124.69	0.01	0.03	0.00
特立尼达和多巴哥	3 684.84	0.01	0.04	0.00

续前表

国家和地区名称	人均 GDP	交易总值	净利差幅度	交易总值×净利差幅度
津巴布韦	803.59	0.01	0.05	0.00
哥伦比亚	1 432.39	0.01	0.06	0.00
厄瓜多尔	1 322.40	0.01	0.07	0.00
斯里兰卡	537.67	0.02	0.05	0.00
比利时	14 481.78	0.05	0.02	0.00
洪都拉斯	751.32	0.02	0.07	0.00
葡萄牙	4 822.10	0.05	0.03	0.00
奥地利	13 177.30	0.08	0.02	0.00
塞浦路斯	6 588.45	0.02	0.06	0.00
巴基斯坦	435.90	0.06	0.03	0.00
芬兰	15 892.44	0.12	0.02	0.00
希腊	6 551.64	0.06	0.03	0.00
爱尔兰	9 014.40	0.14	0.01	0.00
印度	385.43	0.08	0.03	0.00
意大利	11 504.72	0.08	0.03	0.00
阿根廷	4 039.12	0.04	0.07	0.00
约旦	1288.78	0.12	0.02	0.00
委内瑞拉	3 166.58	0.03	0.09	0.00
秘鲁	1 292.36	0.04	0.08	0.00
印度尼西亚	609.76	0.08	0.04	0.00
新西兰	9 492.46	0.14	0.02	0.00
智利	2 725.16	0.09	0.04	0.00
挪威	20 134.81	0.14	0.03	0.00
加拿大	17 284.79	0.29	0.02	0.01
日本	15 705.68	0.28	0.02	0.01
牙买加	1 711.34	0.05	0.10	0.01
菲律宾	734.06	0.15	0.04	0.01
法国	15 232.41	0.17	0.03	0.01
以色列	9 259.58	0.19	0.03	0.01
墨西哥	2 951.55	0.13	0.05	0.01
南非	2 379.26	0.15	0.04	0.01
荷兰	13 954.71	0.43	0.01	0.01

续前表

国家和地区名称	人均 GDP	交易总值	净利差幅度	交易总值×净利差幅度
澳大利亚	14 313.95	0.33	0.02	0.01
德国	16 573.02	0.28	0.02	0.01
丹麦	17 022.55	0.16	0.05	0.01
西班牙	7 286.25	0.23	0.04	0.01
瑞典	18 981.50	0.33	0.03	0.01
韩国	3 908.74	0.44	0.02	0.01
英国	11 794.31	0.55	0.02	0.01
泰国	1 502.88	0.40	0.03	0.01
瑞士	19 529.79	0.76	0.02	0.01
巴西	2 346.36	0.12	0.11	0.01
土耳其	2 258.77	0.16	0.10	0.02
新加坡	11 152.47	0.70	0.02	0.02
美国	19 413.52	0.62	0.04	0.02
中国香港	10 537.98	1.08	0.02	0.03
马来西亚	2 629.22	1.14	0.03	0.03

在将国家和地区划分为银行导向型方面，我们又陷入了这样的问题，即很多国家和地区拥有很不活跃的市场。所以，即使这些国家和地区的银行业系统很不发达，依据**交易对利息收入**和**交易对管理成本**对金 112
融结构的指标也会将它们划分为银行导向型。所以，为了区分银行导向型的国家和地区，我们又采用了两个阶段的标准。如果（1）**交易对利息收入**和**交易对管理成本**对金融结构的指标都小就意味着银行导向型经济和（2）国家和地区的**存款货币银行的私人贷款/GDP** 的比值大于样本中值，我们就将其划分为银行导向型。这些标准将巴拿马、突尼斯、塞浦路斯、葡萄牙、比利时、澳大利亚、意大利、约旦、挪威和日本划分为属于银行导向型金融系统。

3.3.4 金融结构的综合指数

国家和地区收入越高，金融系统越倾向于市场导向型。

这一部分将构造一个基于相对规模、业务活动和效率的金融结构综合指数。因为（1）相对规模、业务活动和效率的指标将国家和地区简单地划分为市场导向型和银行导向型和（2）没有理由去青睐于某个金

114 融结构的指标，所以这一部分出现了三个不同的指标以构造一个金融结构的综合指数。

确切地讲，针对每一指标序列的移动平均处理之后，我们计算**资本的市场总值对银行、交易对银行贷款及交易对营业成本**三对指标的均值，并将结果称之为**结构**。**结构**值越高，意味着与银行业系统的发展程度相比，股票市场的发展程度越高。我们还采用**资本的市场总值对银行、交易对银行贷款和交易对营业成本**的移动平均值，并获得了同样的序列和结果。

如图 3—8 所示，国家和地区越富有，与它们的银行业系统发展程
116 度相比，股票市场的发展程度越高。**结构**和人均 GDP 的相关系数是 0.29，在 0.05 水平上显著。

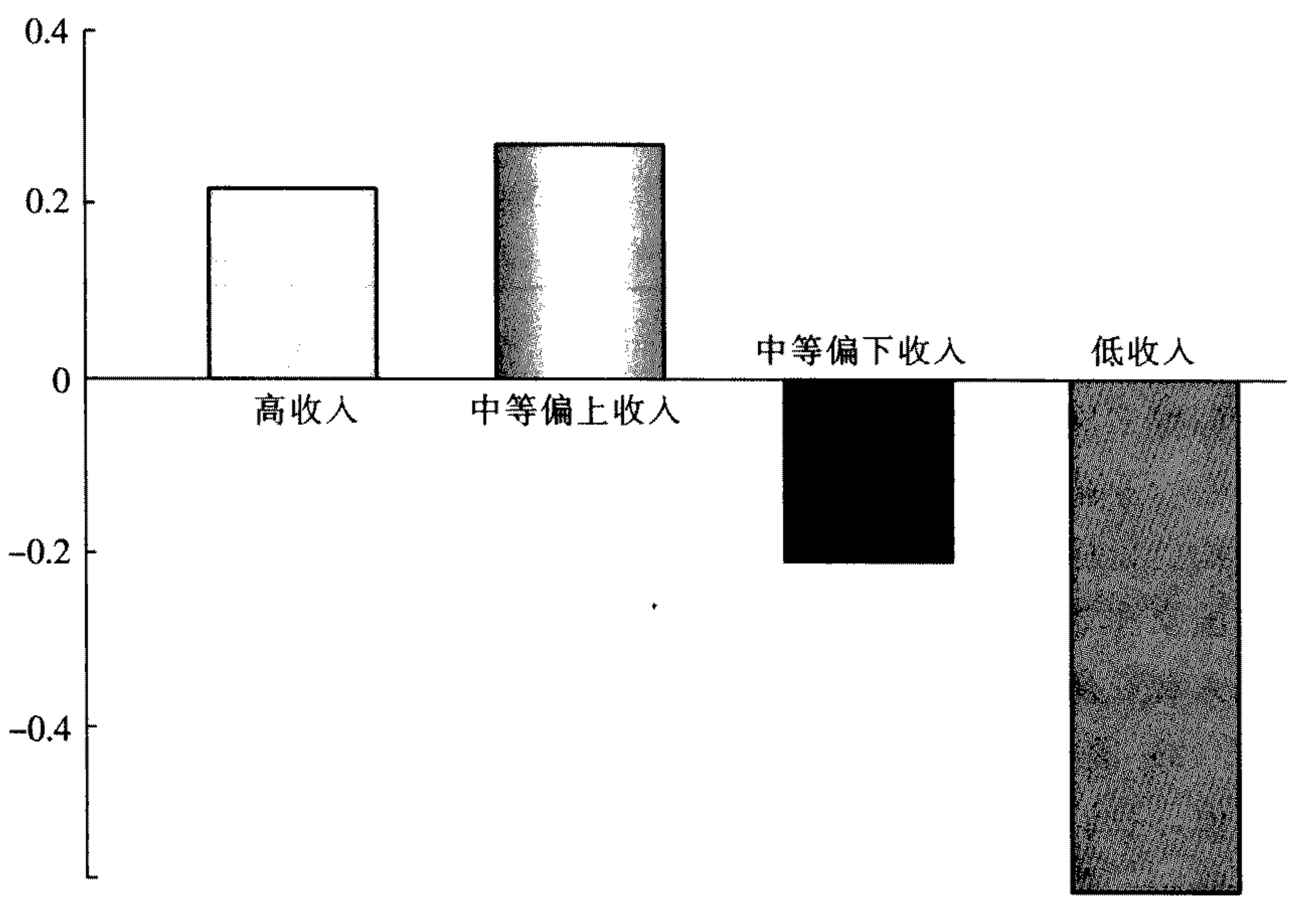


图 3—8　金融结构指数

然而，即使采用这个综合指数，我们在将国家和地区划分为市场导向型或者银行导向型时仍发现了一些问题（见表 3—11）。例如，**结构**将土耳其划分为市场导向型，因为土耳其在结构值最大的前十个国家和地区之列。然而，用**交易总值/GDP** 的比率度量，土耳其的股票市场发展程度的指标低于均值。如我们上面所见，一些国家和地区被划分为市

场导向型是因为它们的银行很不发达。在另一端也存在同样的事实。**结构**将孟加拉国、尼泊尔、哥斯达黎加和洪都拉斯划分为银行导向型，因为这些国家和地区在样本中结构值最小的前十个国家和地区之列。然而，这些国家和地区大多数银行业发展指数低于均值。这样的话，如果 117
一个国家和地区拥有比其他国家和地区发达的银行，或者该国家和地区的银行比该国家和地区的市场发达，这个国家和地区就可能被划分为银行导向型。

3.3.5 发达国家和地区与发展中国家和地区金融系统的金融结构

对于金融结构发达和不发达的经济，金融结构的指标都产生了直觉上似是而非的分类，也就是将国家和地区划分为银行导向型或市场导向型。

此处我们基于结构和金融系统的发展水平构造了四种国家和地区类型：(1) 银行导向型不发达国家和地区，(2) 市场导向型不发达国家和地区，(3) 银行导向型发达国家和地区和 (4) 市场导向型发达国家和地区。我们不简单地采用银行导向型和市场导向型，因为如果依据国际标准判断，一国的银行很不发达，那么我们就希望避免将它与其他国家和地区划分在同样的银行导向类型中。类似地，如果依据国际标准，如果一国的市场很不发达，我们也希望避免将它与其他国家和地区划分在同样的市场导向类型中。所以，我们区分了金融系统不发达的国家和地 119
区与金融系统发达的国家和地区。如果一个国家和地区符合以下两个标准，我们就定义该国家和地区拥有不发达金融系统：(1) **存款货币银行对私人部门的贷款/GDP 低于样本中位数**，(2) **交易总值/GDP** 低于样本中位数，如表 3—1 末尾所示。所以，只有当一个国家和地区拥有不发达的银行和市场时，我们才把该国家和地区的金融系统划分为不发达类型。

市场导向型与银行导向型的划分依据金融结构指数。采用金融结构的结构值，表 3—11 将各国按照从银行导向型到市场导向型排列，结构 120
值越高意味着与银行业部门的发展水平相比，股票市场的发展水平越高。结构值高于中位数的国家和地区将被划分为市场导向型，而低于中位数的国家和地区将被划分为银行导向型。

表 3—11　　多国金融结构

国家和地区名称	人均 GDP	结构指数	资本的市场价值/存款货币银行资产	交易比银行	交易比管理成本
巴拿马	1 950.45	−0.92	0.15	0.01	0.00
孟加拉	194.31	−0.90	0.13	0.03	0.00
突尼斯	1 534.16	−0.88	0.17	0.02	0.00
尼泊尔	199.61	−0.87	0.23	0.01	0.00
埃及	1 042.35	−0.82	0.16	0.07	0.00
哥斯达黎加	1 866.60	−0.79	0.40	0.01	0.00
巴巴多斯	4 777.04	−0.78	0.41	0.01	0.00
塞浦路斯	6 588.45	−0.77	0.27	0.04	0.00
洪都拉斯	751.32	−0.75	0.19	0.10	0.00
葡萄牙	4 822.10	−0.75	0.17	0.09	0.00
特立尼达和多巴哥	3 684.84	−0.74	0.34	0.05	0.00
奥地利	13 177.30	−0.73	0.10	0.08	0.00
毛里求斯	2 124.69	−0.70	0.49	0.04	0.00
肯尼亚	440.62	−0.69	0.56	0.02	0.00
比利时	14 481.78	−0.66	0.30	0.09	0.00
意大利	11 504.72	−0.57	0.22	0.15	0.00
厄瓜多尔	1 322.40	−0.56	0.60	0.08	0.00
斯里兰卡	537.67	−0.54	0.59	0.10	0.00
芬兰	15 892.44	−0.53	0.37	0.15	0.00
印度尼西亚	609.76	−0.50	0.37	0.17	0.00
哥伦比亚	1 432.39	−0.47	0.75	0.09	0.00
巴基斯坦	435.90	−0.38	0.46	0.26	0.00
津巴布韦	803.59	−0.34	1.06	0.09	0.00
希腊	6 551.64	−0.34	0.36	0.32	0.00
挪威	20 134.81	−0.33	0.37	0.25	0.00
新西兰	9 492.46	−0.29	0.58	0.18	0.00
阿根廷	4 039.12	−0.25	0.53	0.24	0.00
日本	15 705.68	−0.19	0.60	0.24	0.00
法国	15 232.41	−0.17	0.32	0.19	0.01
委内瑞拉	3 166.58	−0.15	0.83	0.28	0.00
印度	385.43	−0.14	0.81	0.32	0.00
约旦	1 288.78	−0.14	0.91	0.20	0.00
德国	16 573.02	−0.10	0.20	0.29	0.01
以色列	9 259.58	−0.06	0.36	0.31	0.01
爱尔兰	9 014.40	−0.06	0.73	0.48	0.00
西班牙	7 286.25	0.02	0.31	0.34	0.01

续前表

国家和地区名称	人均 GDP	结构指数	资本的市场价值/存款货币银行资产	交易比银行	交易比管理成本
荷兰	13 954.71	0.11	0.61	0.47	0.00
丹麦	17 022.55	0.15	0.72	0.42	0.01
秘鲁	1 292.36	0.16	0.99	0.41	0.00
智利	2 725.16	0.25	1.80	0.19	0.00
牙买加	1 711.34	0.28	1.49	0.26	0.00
泰国	1 502.88	0.39	0.69	0.51	0.01
加拿大	17 284.79	0.41	0.90	0.52	0.01
澳大利亚	14 313.95	0.50	0.93	0.48	0.01
巴西	2 346.36	0.65	0.59	0.52	0.01
墨西哥	2 951.55	0.68	1.32	0.58	0.01
菲律宾	734.06	0.71	1.40	0.54	0.01
南非	2 379.26	0.83	2.50	0.24	0.01
韩国	3 908.74	0.89	0.68	0.82	0.01
瑞典	18 981.50	0.91	1.16	0.72	0.01
英国	11 794.31	0.92	0.97	0.48	0.01
新加坡	11 152.47	1.18	1.43	0.85	0.01
土耳其	2 258.77	1.23	0.74	1.18	0.01
美国	19 413.52	1.96	1.09	0.96	0.02
瑞士	19 529.79	2.03	0.55	0.46	0.04
中国香港	10 537.98	2.10	1.32	0.76	0.03
马来西亚	2 629.22	2.93	2.47	1.52	0.02

表 3—12 列举了四种类型的国家和地区。如表所示，这种简单分类方法产生的结果在直觉上很吸引人。例如，类似澳大利亚、比利时、法国、德国、意大利、日本、葡萄牙和西班牙的发达国家和地区被划分为银行导向型。三个发展中国家和地区也被划分为银行导向型的金融发达国家和地区：巴拿马、突尼斯和约旦。这个分类方法也区分了具有大的活跃的股票市场的经济。例如，英国、中国香港、马来西亚、新加坡、美国和瑞士被划分为市场导向型金融系统。有趣的是，很多学者认为会受大银行控制（Park，1993）的韩国也被划分为市场导向型金融系统。这是因为韩国拥有非常活跃、有效的股票市场，这反映在高的**换手率**和**交易总值/GDP** 比率上（见表 3—1）。而且，非银行机构在韩国起了重要作用。的确，在韩国，非银行机构对私人部门发行的贷款比银行发行的多，非银行机构与银行共同分享中心地位（见表 3—1）。

表 3—12　　金融结构的国家和地区分类

金融不发达经济		金融发达经济	
国家和地区名称	结构指数	国家和地区名称	结构指数
银行导向型经济		**银行导向型经济**	
孟加拉国	—0.90	巴拿马	—0.92
尼泊尔	—0.87	突尼斯	—0.88
埃及	—0.82	塞浦路斯	—0.77
哥斯达黎加	—0.79	葡萄牙	—0.75
巴巴多斯	—0.78	奥地利	—0.73
洪都拉斯	—0.75	比利时	—0.66
特立尼达和多巴哥	—0.74	意大利	—0.57
毛里求斯	—0.70	芬兰	—0.53
肯尼亚	—0.69	挪威	—0.33
厄瓜多尔	—0.56	新西兰	—0.29
斯里兰卡	—0.54	日本	—0.19
印度尼西亚	—0.50	法国	—0.17
哥伦比亚	—0.47	约旦	—0.14
巴基斯坦	—0.38	德国	—0.10
津巴布韦	—0.34	以色列	—0.06
希腊	—0.34	西班牙	0.02
阿根廷	—0.25	组均值	—0.44
委内瑞拉	—0.15	**市场导向型经济**	
印度	—0.14	荷兰	0.11
爱尔兰	—0.06	泰国	0.39
组均值	—0.54	加拿大	0.41
市场导向型经济		澳大利亚	0.50
丹麦	0.15	南非	0.83
秘鲁	0.16	韩国	0.89
智利	0.25	瑞典	0.91
牙买加	0.28	英国	0.92
巴西	0.65	新加坡	1.18
墨西哥	0.68	美国	1.96
菲律宾	0.71	瑞士	2.03
土耳其	1.23	中国香港	2.10
组均值	0.52	马来西亚	2.93
金融不发达国家和地区	—0.24	组均值	1.17
总均值	0.03	**金融发达国家和地区**	0.28

我们预期，金融越不发达的经济，银行导向型越不强，但观察到的事实与我们的预测并不完全相符。因为随着国家和地区的发展，金融结构日益趋向市场导向型。将智利、墨西哥、土耳其和菲律宾这样的国家和地区划分为市场导向型，反映了它们的股票市场自从 20 世纪 80 年代后半期以来的重大发展。其他像孟加拉国、尼泊尔、肯尼亚和哥斯达黎加这样的国家和地区继续被划分为市场导向型，因为它们的股票市场仍然没有发展。但是其他像印度、印尼和巴基斯坦这样的国家和地区，它们的股票市场已经取得了一定的发展，但因为它们的银行在金融系统中仍然起重要作用，所以被划分为银行导向型。[6]

3.4 法律、管制、税收和宏观经济对金融结构的决定作用

大量文献检验了法律、管制、税收和宏观经济环境如何影响金融合同和中介与市场的运行。本章搜集了文献中提到的法律、管制、税收和 122
宏观经济对金融发展的决定作用的多国信息。然后我们检验了不同金融结构的国家和地区是否拥有不同的法律、管制、税收和宏观经济特征。我们发现最显著的不同存在于发展中国家和地区（不论银行导向型还是市场导向型）、银行导向型发达国家和地区与市场导向型发达国家和地区之间的金融系统中。我们也检验了这些潜在决定因素和这三种类型与金融结构指数的相关性。最后，我们控制了人均真实 GDP 水平进行简单的回归，以评估法律、管制、税收和宏观经济变量与金融结构值之间的关系。然而，在解释结果的时候要谨慎。我们采用**“决定因素”**一词，是因为理论和以往的研究表明，这些变量对金融系统的运行发挥了因果影响。然而，我们并不对因果关系提供任何证据。我们只是简单地列举统计摘要。

3.4.1 法律环境

拉·波塔（La Porta）等（1998）解释了不同法律起源的国家和地区如何发展出有区别的债务管理法和产权合同。确切地讲法律学者区分了四种主要的法系：英国习惯法、法国民法、德国民法和斯堪的纳维亚

民法。法律系统主要通过征服占领和殖民进行传播。这些法系在对待产权和债务合同上是不同的。如拉·波塔等（1997，1998）、莱文（1998，1999 即将出版）、莱文、罗扎和贝克（2000）和德米尔古克-肯特和马克斯诺维奇（1998，1999）所证明的，合同环境结果的不同对中介和证券市场的演化意义深远。这里，我们采用拉·波塔等人的法律环境度量指标。

法律起源

习惯法国家和地区比其他法律来源的国家和地区往往更容易拥有市场导向型金融系统。与其他国家和地区相比，不发达金融系统往往具有法国民法法律环境。

123 在法律起源方面，拉·波塔等人对习惯法起源的国家与地区与法国民法法律传统的国家和地区之间的不同有所关注。拉·波塔等人提出，习惯法国家和地区往往强调少数股东权益（拉·波塔等人，1997）。相反，法国民法传统的国家和地区不强调少数股东权益（莱文，即将发表）。在债务合同方面，法律体系越重视债权人的权益，那么它对金融中介发展就越有益（莱文，1998，1999；莱文、罗扎和贝克，2000）。与其他国家和地区相比，具有德国法律基础的极少数国家和地区非常重视债权人权益（拉·波塔等，1998）。拉·波塔等（1998）也提出，法国法律传统的国家和地区在执行合同时相对无效，腐败水平较高，对于金融部门绩效有负面影响。

我们首先检验法律起源和金融系统结构之间的关系。为此，我们构造了一个虚拟变量英国，将习惯法法律传统国家和地区赋值 1。我们还构造了另一个虚拟变量法国，将法国民法法律起源的国家和地区赋值 1。我们不关注德国民法和斯堪的纳维亚民法，因为它们相对较少，而且主要的讨论将集中于习惯法和法国民法国家和地区（拉·波塔等，1998）。表 3—13 将国家和地区划分为不发达国家和地区、银行导向型和市场导向型金融系统。它接着提供了法律、管制、税收和宏观经济决定因素的均值，并检验这些决定因素在不同的金融结构中是否有显著不同。[7]表 3—14 显示了简单的相关。如表 3—14 所示，如果国家和地区被划分为不发达经济、银行导向型经济和市场导向型经济，不发达、银行和市场这些虚拟变量就分别赋值 1。结构是表 3—11 反映的结构指数。最后，表 3—14 还提供了控制人均 GDP 水平后金融结构变量和决定因素之间的偏相关情况。

表 3—13　　金融结构的决定因素：均值检验

	英国	法国	SRIGHTS	CRIGHTS	执行	腐败	会计	RESTRICT	存款保险	股息劣势	资本收入劣势	通货膨胀
不发达	0.38	0.56	2.86	2.29	5.49	4.60	49.53	2.50	0.61	0.23	0.19	25.23
银行导向型	0.19	0.50	2.54	2.08	8.68	7.37	63.17	1.90	0.83	0.18	0.14	3.91
市场导向型	0.69	0.08	3.69	2.54	8.54	8.44	71.69	1.96	0.54	0.16	0.09	4.31
均值检验（t 统计量）												
不发达比	0.19	0.06	0.33	0.20	−3.18	−2.77	−13.63	0.61	−0.22	0.05	0.05	21.32
银行	(0.175)	(0.704)	(0.464)	(0.702)	(0.001)	(0.001)	(0.005)	(0.013)	(0.174)	(0.451)	(0.565)	(0.037)
不发达比	−0.31	0.48	−0.83	−0.25	−3.04	−3.84	−22.16	0.54	0.07	0.07	0.10	20.92
市场	(0.059)	(0.002)	(0.061)	(0.635)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.017)	(0.656)	(0.249)	(0.252)	(0.064)
银行比	−0.50	0.42	−1.15	−0.46	0.14	−1.07	−8.53	−0.07	0.29	0.02	0.50	−0.40
市场	(0.005)	(0.013)	(0.040)	(0.346)	(0.809)	(0.195)	(0.021)	(0.769)	(0.124)	(0.768)	(0.619)	(0.690)

注：p 值提供在括号中。

表 3—14　　金融结构的决定因素：相关系数

		英国	法国	SRIGHTS	CRIGHTS	执行	腐败	会计	RESTRICT	存款保险	股息劣势	资本收入劣势	通货膨胀
不发达	相关系数	-0.032	0.249	-0.096	-0.013	-0.728	-0.626	-0.654	0.442	-0.070	0.178	0.162	0.346
		(0.803)	(0.049)	(0.516)	(0.934)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.002)	(0.610)	(0.235)	(0.283)	(0.005)
		63	63	48	46	48	59	40	45	56	46	46	63
	回归系数	-0.165	0.142	-0.032	-0.095	-0.135	-0.055	-0.014	0.171	0.197	0.028	0.147	0.004
		(0.107)	(0.158)	(0.433)	(0.014)	(0.032)	(0.133)	(0.003)	(0.051)	(0.077)	(0.928)	(0.498)	(0.027)
		63	63	48	46	48	59	40	45	56	46	46	63
银行	相关系数	-0.250	0.065	-0.215	-0.096	0.429	0.275	0.115	-0.270	0.208	-0.062	-0.028	-0.222
		(0.048)	(0.611)	(0.142)	(0.525)	(0.002)	(0.035)	(0.482)	(0.072)	(0.125)	(0.682)	(0.854)	(0.080)
		63	63	48	46	48	59	40	45	56	46	46	63
	回归系数	-0.161	0.120	-0.076	0.018	0.044	-0.029	-0.006	-0.084	0.057	0.129	0.057	-0.002
		(0.133)	(0.256)	(0.095)	(0.694)	(0.541)	(0.463)	(0.294)	(0.402)	(0.619)	(0.706)	(0.813)	(0.226)
		63	63	48	46	48	59	40	45	56	46	46	63
市场	相关系数	0.308	-0.377	0.323	0.108	0.388	0.460	0.564	-0.221	-0.120	-0.137	-0.152	-0.187
		(0.014)	(0.002)	(0.025)	(0.476)	(0.006)	(0.001)	(0.001)	(0.145)	(0.379)	(0.364)	(0.315)	(0.141)
		63	63	48	46	48	59	40	45	56	46	46	63
	回归系数	0.326	-0.263	0.108	0.077	0.091	0.084	0.021	-0.088	-0.253	-0.156	-0.204	-0.002
		(0.001)	(0.007)	(0.020)	(0.118)	(0.224)	(0.021)	(0.001)	(0.424)	(0.031)	(0.677)	(0.443)	(0.349)
		63	63	48	46	48	59	40	45	56	46	46	63
结构指数	相关系数	0.184	-0.260	0.310	-0.004	0.182	0.375	0.460	-0.158	-0.054	-0.157	-0.230	0.091
		(0.170)	(0.051)	(0.036)	(0.979)	(0.227)	(0.005)	(0.004)	(0.312)	(0.712)	(0.308)	(0.133)	(0.501)
		57	57	46	44	46	54	38	43	50	44	44	57
	回归系数	0.418	-0.354	0.195	0.037	-0.053	0.144	0.044	-0.148	-0.338	-0.581	-0.707	0.004
		(0.060)	(0.111)	(0.035)	(0.709)	(0.722)	(0.080)	(0.001)	(0.507)	(0.204)	(0.434)	(0.177)	(0.230)
		57	57	46	44	46	54	38	43	50	44	44	57

注：回归包括人均收入的对数，括号中的数字为 p-值，观察值的数目。

与不发达国家和地区或者银行导向型国家和地区相比，市场导向型金融系统的国家和地区更倾向于拥有习惯法起源。同样，即使控制人均GDP的水平，习惯法国家和地区仍往往拥有市场导向型金融系统。与 126
市场导向型金融系统相比，不发达和市场导向型金融系统更倾向于具有法国法律起源，法国民法法律国家和地区与不发达金融系统之间存在正相关。

法典

具有严格保护少数股东权益的法典的国家和地区往往拥有市场导向型金融系统。具有强调债权人和股东权益的法典的国家和地区拥有不发达金融系统的可能性较小。

我们现在检验特定法典和金融结构之间的关系。这里我们采用两个变量。SRIGHTS是拉·波塔等提出的（1998），度量某一法典国家和地区保护货币股东权益的程度的指数。[8]拉·波塔等（1998）注意到，如果一国法律能够保护潜在股东，使之确保自己的财产和选举权，那么这将会反映在股权市场更大、更活跃并因此更有效上。拉·波塔等（1997）和莱文（即将出版）确认了这个假设。第二个变量，CRIGHTS是度量某一法典国家和地区保护债务合同买方的程度的指数，它同样是基于拉·波塔等（1998）的数据库。[9]如果法律环境能使银行确保它们的贷款，这可能会促进活跃的银行部门的发展。

与银行导向型或者不发达金融系统相比，市场导向型经济对股东权益的保护更加有力（见表3—13）。表3—14也显示，即使控制了人均GDP水平，市场导向型系统和对股东权利的保护之间也存在显著正相关。然而，在债权人权益方面，银行导向型和市场导向型金融系统之间几乎没有不同。然而，我们注意到，在控制了人均GDP的不同之后，具有强调债务人权益法律体系的国家和地区拥有不发达金融系统的可能性较小。

执行

合同执行不力伴随着不发达的金融系统，合同执行与一国的金融系统是银行导向型还是市场导向型的关系不大。 127

法律是重要的，但这些法律的执行对金融发展往往更加重要（拉·波塔等，1998）。我们采用了一个合同执行指数，用来度量一国的法律

执行是否公平有效，政府是否会依据过去经济发展情况改变合同的种类。[10] ENFORCE值越高，意味着合同执行越有效。促进合同执行降低了交易成本，应该会对股权和债务合同有利（拉·波塔等，1997，1998；莱文，1999，即将出版）。没有更好的理由让我们相信，与其他因素相比，合同执行的有效性将更有利于债务合同或者股权合同。

拥有不发达金融系统的国家和地区合同执行水平往往很低（见表3—13）。在合同执行方面，银行导向型和市场导向型金融系统之间几乎没有不同。即使控制了人均收入的不同，合同执行的效率和总体金融部门发展的程度之间仍存在显著负相关关系（见表3—14）。

腐败

腐败和金融不发达之间存在强烈正相关关系。一国的腐败水平越低，就越有可能拥有市场导向型金融系统。

腐败，如果存在的话，会严重破坏法典的执行。我们采用一个腐败指数，CORRUPT，它度量了政府部门的腐败程度（拉·波塔等，1997）。得分越低意味着全部政府等级的政府公务员要求以贿赂形式获得特殊报酬的可能性越大。

拥有不发达金融系统的国家和地区，政府腐败水平可能越高（见表3—13）。在腐败反映法律执行不力方面，法律体系运行不力的国家和地区往往拥有不太发达的金融系统。

因为股东权益的良好保护是市场导向型金融系统的基础，所以腐败往往会不成比例地伤害市场的发展。确实，腐败水平低与市场导向型金融结构的倾向是相关的（见表3—14）。

3.4.2 管制环境

128 政府管制和指导对金融部门的运行有实质性影响。通过列举必要条件、管制、政策和税法，政府影响会计实践、银行业务范围和存款保险。这些策略的每一条都可能影响银行和市场的运行。我们现在从经验上检验会计准则和银行管制。

会计

会计准则严格的国家和地区往往拥有市场导向型金融系统，并且不太可能拥有不发达的金融系统。

企业信息对于公司治理和制定投资计划都至关重要。如果会计准则能够对不同企业的信息的解释和比较做出简化，那么该准则会对金融合同有利。而且，如果金融合同采用那些能够引发特定行为的会计计量方法，则这些合同就能够更恰当地贯彻有效的会计准则。政府会利用这一套信息披露规则和会计准则。依据拉·波塔等（1998），本章检验了公司会计信息披露质量的度量。

ACCOUNT 是一个衡量企业全面报告的指数。最大值可能是 90，而最小值是 0。国际金融分析和研究中心评估了 1990 年企业报告中的一般会计信息、损益表、资产负债表、现金流量表、会计准则和股票数据的大致情况。

不发达金融系统拥有高水平会计准则的可能性往往较小（见表 3—13），而且，即使控制了人均 GDP 的真实水平，金融发展和会计准则之间仍存在正相关关系。最后，关于企业的全面高质量信息与市场导向型紧密相关。所以，对于股权市场的运行来说，高质量的、可比的企业财务报告的易得性特别重要。

银行管制

如果一国的管制规则限制银行参与证券、房地产和保险市场的活 129
动，该国家和地区拥有不发达金融系统的可能性就较大。

这一部分采用巴斯、卡普罗和莱文（Barth，Caprio and Levine，2001）关于银行可进行的非传统业务活动的数据。我们考虑一国的管制体系允许银行参与下列四种非传统业务活动的程度：

- 证券：银行参与证券承销、经纪、交易和共同基金业务的所有方面的能力；
- 保险：银行参与保险承销和销售的能力；
- 房地产：银行参与房地产投资、开发和管理的能力；
- 非金融企业所有权：银行拥有和控制非金融企业的能力。

在评估了各国的管制之后，每种活动被赋予从 1 到 4 中的一个值：证券、保险、房地产和非金融企业所有权。每个值解释如下：1 表示不限制：银行总行可以直接参与上列所有活动；2 表示需许可：银行可以参与上列所有活动，但这些活动或者这些活动中的一部分必须在分支机构中进行；3 表示限制：不论是在总行或者分支机构，银行只可以参与上列活动的一部分；4 表示禁止：无论是在总行还是分支机构，银行都

不能参与上列活动。

RESTRICT 是总体管制限制的概要指数。RESTRICT 相当于证券、保险、房地产和非金融企业所有权的均值，所以 RESTRICT 的值域在 1（最低限值）和 4（最高限值）之间。RESTRICT 的均值为 2.2，标准差为 0.6。美国的值是 3。

如表 3—13 所示，拥有不发达金融系统的国家和地区对银行活动的限制往往更加严格。将人均 GDP 的水平控制在 0.05 的显著水平上后，管制限制和金融部门发展之间存在负相关关系（表 3—14）。所
130 以，巴斯、卡普罗和莱文（2001）提出，限制越大，银行系统就越脆弱，而本章显示，较大的限制也与总体不发达的金融系统联系在一起。

存款保险

拥有外部存款保险制度的国家和地区拥有市场导向型金融系统的可能性往往比较小。

外部存款保险制度可能会增加大众进入正式银行业系统的信心。这可能会使新银行进入和具有声誉劣势的小银行运行更容易。

为了评估存款保险和金融结构之间是否存在联系，我们采用存款保险这个虚拟变量，当一国具有外部存款保险时赋值 1，如果没有则赋值 0。如表 3—13 所示，具有外部存款保险的国家和地区大都拥有银行导向型金融系统，而很少拥有市场导向型金融系统。虽然银行导向型金融系统和外部存款保险之间的关系并不显著，但当我们控制了人均收入的不同之后，市场导向型系统和存款保险之间还是存在负相关关系。

税收

与利息收入相比，无论是对股息还是资本收入征税，金融结构和税收扭曲之间都不存在密切联系。

我们考虑两个税收变量。股息劣势相当于与利息收入相比，税法对股息收入的歧视程度。[11]数值越高意味着股息收入的税收劣势越大。资本收入劣势相当于与利息收入相比，税收系统对资本收入的歧视程度。[12]如表 3—13 所示，在税收扭曲和金融结构之间我们无法找出密切联系。

3.4.3 宏观经济

高通胀的国家和地区往往拥有不发达的金融系统，但通货膨胀与一国的金融系统是银行导向型还是市场导向型并不密切相关。

宏观经济不稳定可能将金融合同严重扭曲、复杂化。胡本斯和史密 *131*
斯（Huybens and Smith，1999）及伯德（Boyd）、莱文和史密斯（2001）分别从理论上和经验上证明，通胀水平越高，就会产生越小、越没有活力和效率的银行和市场。[13]这一部分证明了金融结构和通胀之间的关系。如表 3—13 所示，与银行导向型或市场导向型经济相比，拥有不发达金融系统的经济往往具有更高的通胀水平。然而，在银行导向型和市场导向型之间，通胀并没有显著不同。[14]

3.5 结　论

在这一章，我们采用了新搜集来的将近 150 个国家和地区的数据来解释不同国家和地区的金融系统的差别。自从戈德史密斯 1969 年发表了开篇之作以来，我们首次对金融结构和经济发展进行了系统性检验，我们有三个目标：第一，我们分析了在不同的人均收入组中，金融系统——银行、其他金融机构和股市——的规模、活动和效率的差别；第二，我们定义了不同的金融结构——相对于市场的金融中介——指标，并探索随着国家和地区变得更加富有，金融结构的类型的变迁；第三，在控制了人均 GDP 水平后，我们研究了金融结构的法律、管制和政策决定因素。

在观察不同收入组的金融系统时，我们发现了一个清晰的规律。随着国家和地区变得更加富有，银行、其他金融中介和股票市场都变得更大、更活跃、更有效。所以，在更高的收入水平下，金融中介的发展更快。

接下去，我们分析了不同收入组的金融结构的差别。我们发现，随着国家和地区变得更加富有，金融结构的规模指标并没有清晰的规律可循。然而，当我们观察活动和效率指标时，规律出现了。在收入更高的国家和地区，与银行相比，股票市场更加活跃、更有效。利用一个金融结构的综合指数，我们发现收入越高的国家和地区，金融系统往往越趋 *132*

向于市场导向。

然后我们利用这个金融结构的综合指数，将国家和地区划分为市场导向型和银行导向型。为了避免当一国拥有以国际标准衡量为不发达银行（市场）时，仍将该国家和地区划分为银行导向型（市场导向型），我们也区分了拥有不发达金融系统的国家和地区与拥有发达金融系统的国家和地区。如果一国的银行和市场都不发达，我们就将该国家和地区定义为拥有不发达的金融系统的国家和地区。

最后，通过观察控制了人均真实 GDP 水平的相关性和简单回归，我们分析了金融系统的法律、管制、税收和宏观经济决定因素。我们发现，即使控制了收入，具有习惯法传统、重视股东权益的保护、会计准则良好、腐败水平低以及没有外部存款保险的国家和地区，仍更倾向于拥有市场导向型金融系统。另一方面，即使控制了收入，具有法国民法传统、对股东和债权人保护不力、会计准则不完善、对银行业系统严格限制以及高通胀的国家和地区，仍倾向于拥有总体不发达的金融系统。

在这一章，我们的目标不是检验特定的严格假定，而是汇编并比较金融结构的不同指标，在识别特定的有趣类型和强调内在相关性方面作一个初步尝试。我们希望这一章最重要的贡献在于能够激发在金融结构和经济发展领域的进一步研究。

附录 3.1　金融系统的长期演进

3A.1　中介的长期演进

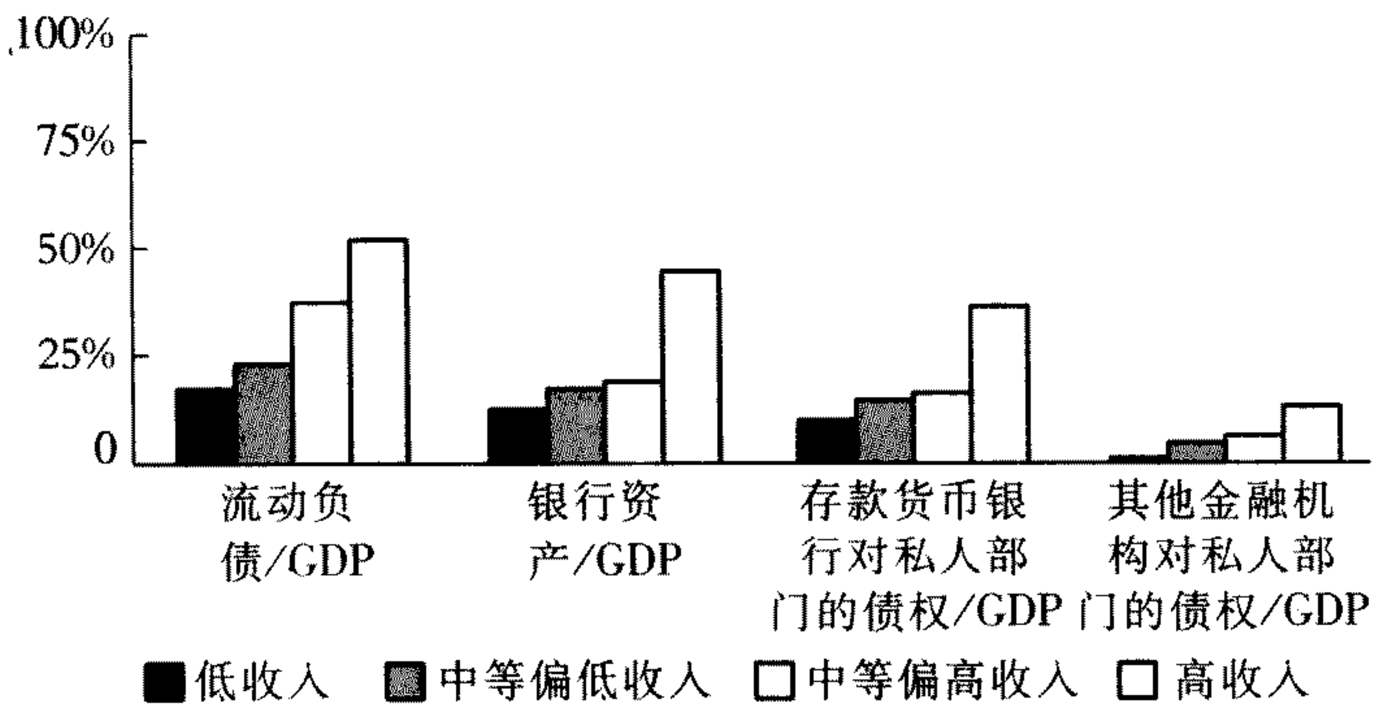
这一部分检验了长期以来金融系统的演进。关于银行的数据只有 20 世纪 60 年代以后才有，所以，我们检验了最近 40 年金融中介占 GDP 的份额如何变化。不同时间类型与不同国家和地区类型很类似。

长期以来，银行和其他金融中介已经成长为 GDP 的一部分。

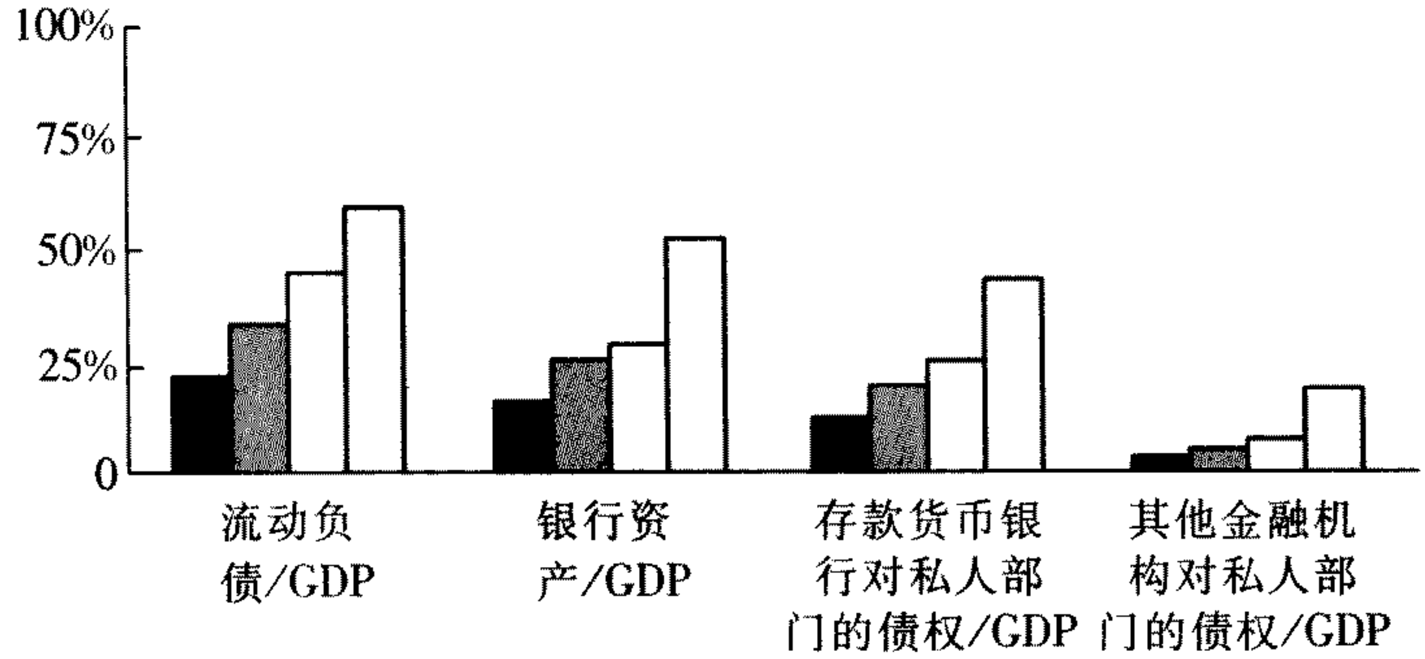
为了证明这一点，我们首先构造了关于 20 世纪 60 年代、70 年代、
134 80 年代和 90 年代的收入四分位数。图 3A—1 显示了这些四分位数图并指出了两点。第一，用 20 世纪 90 年代的数据对于各种国家和地区类型

的解释同样适用于各个十年。第二，随着时间推移，金融中介占 GDP 的份额在所有收入组中都有所增长。当我们从 20 世纪 60 年代移动到 70 年代、80 年代和 90 年代，**流动负债/GDP、存款货币银行对私人部门的债权/GDP** 都提高了。图 3A—2 计算了整个样本期间的各个十年中所有国家和地区的金融数据的平均值。如图所示，随着时间推移，银行和其他金融机构占 GDP 的份额日益增大。在比较富裕的国家和地区中，中央银行在信贷配给方面的作用越来越小，但随着时间推移，这个作用稍有增大。

20 世纪 60 年代的金融发展



20 世纪 70 年代的金融发展



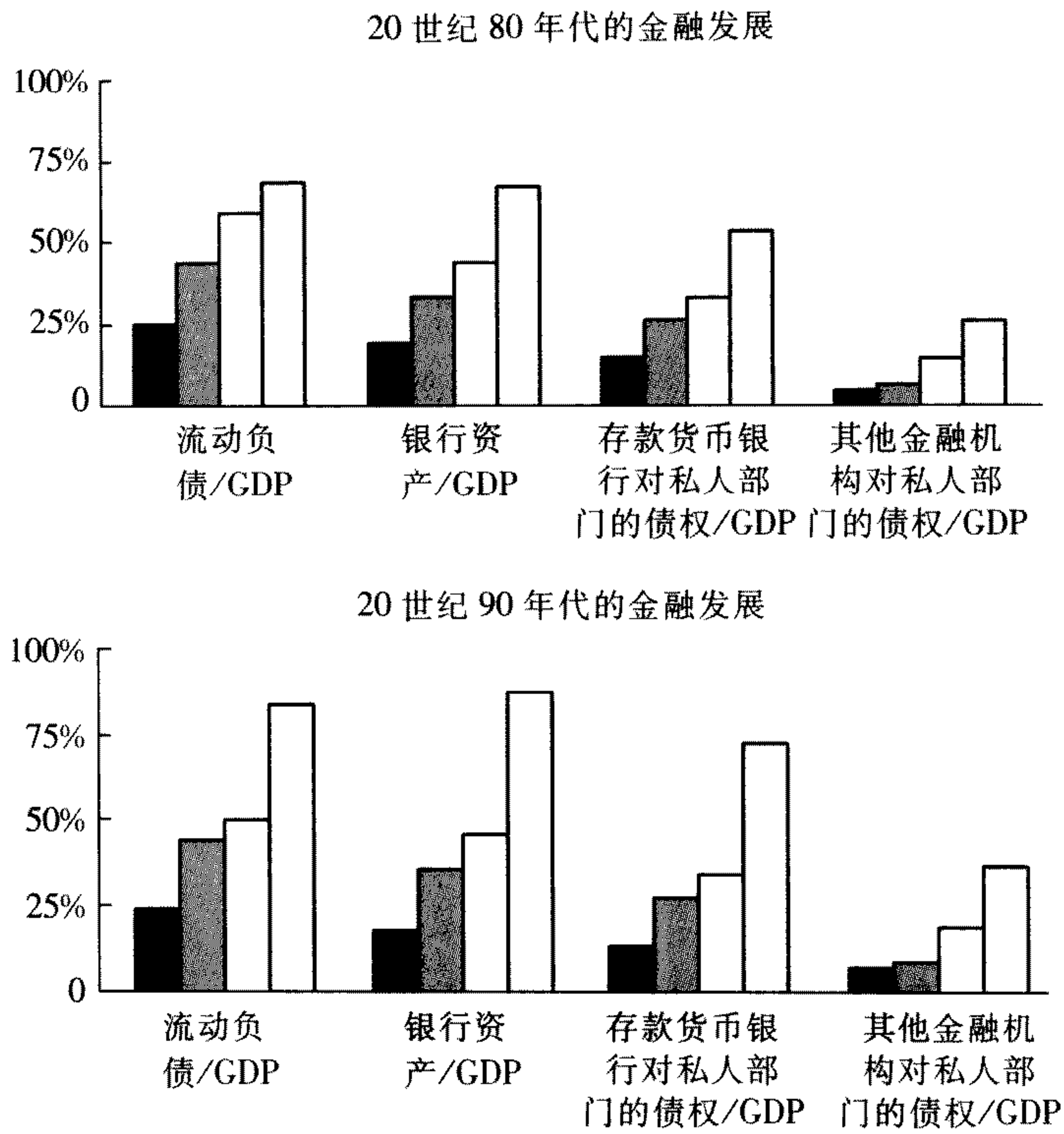


图 3A—1　金融中介长期发展

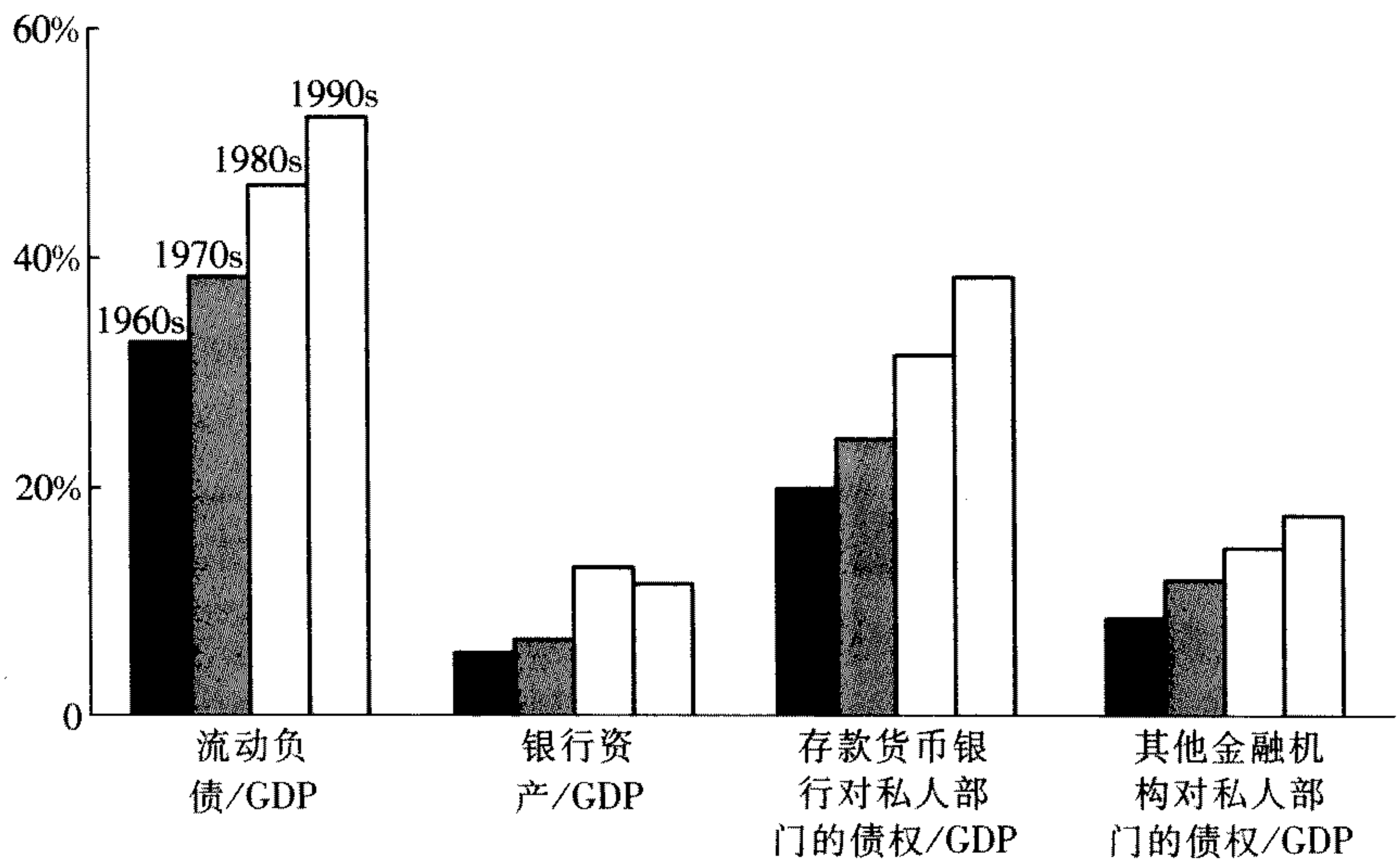
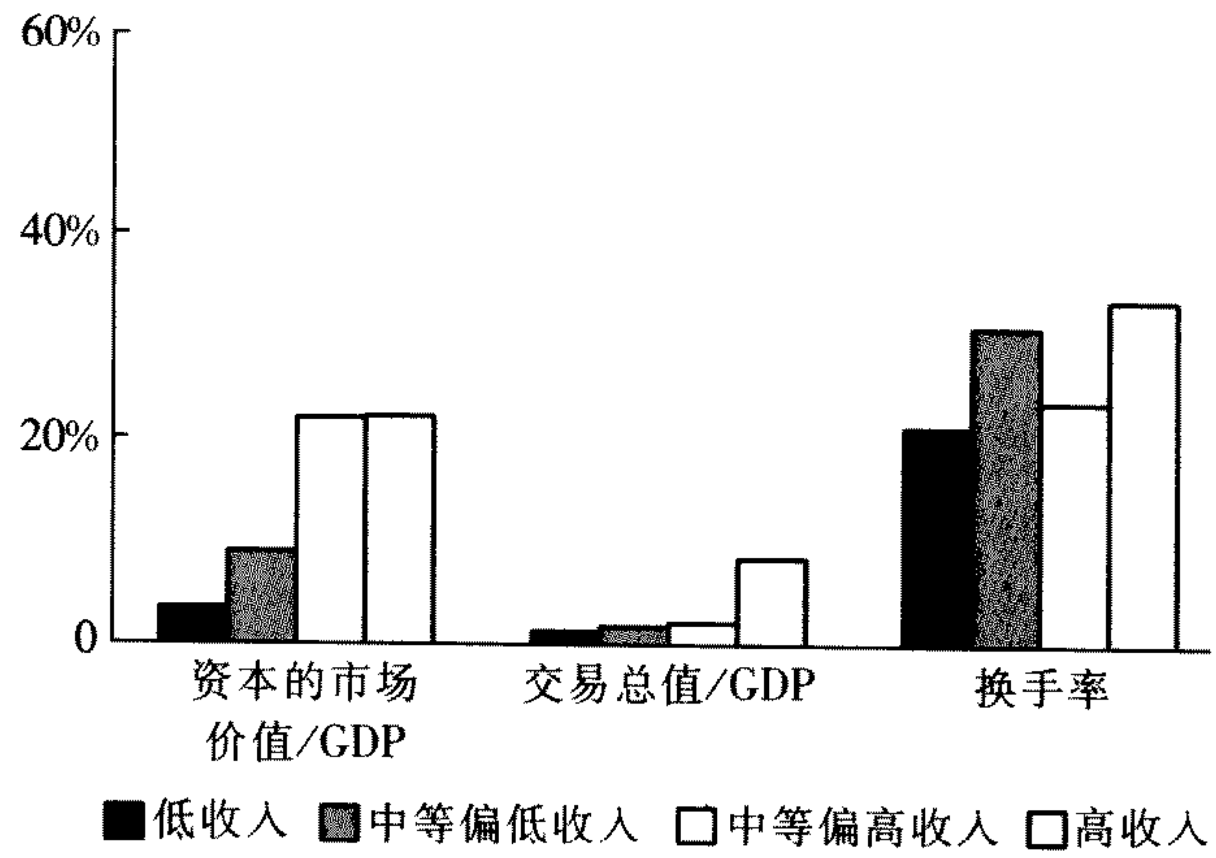


图 3A—2　金融中介长期发展

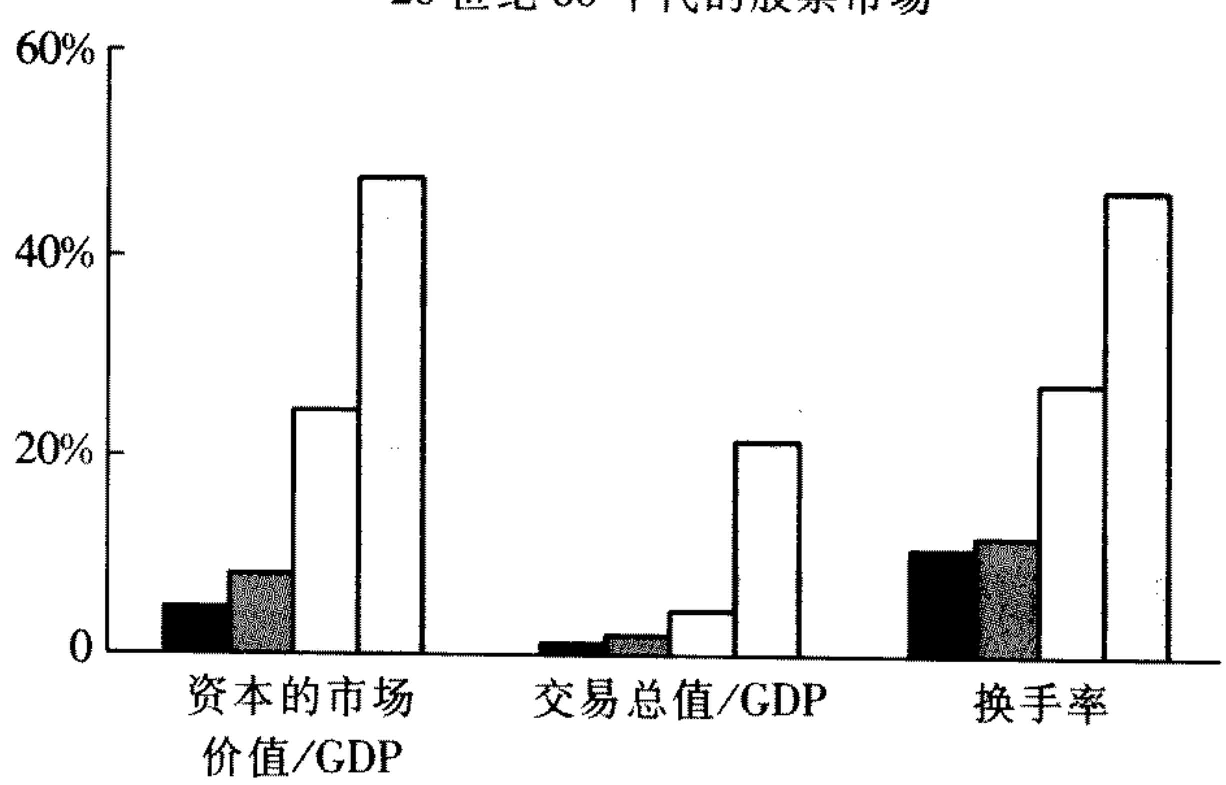
3A.2 股权市场的长期演进

随着时间推移，股票市场日益变得更大、更活跃、更有效。如图3A—3和3A—4所示，当我们比较20世纪70年代、80年代和90年代时，我们发现，在四个收入组中，资本的市场价值/GDP、交易总值/GDP和换手率都增大了。我们也注意到20世纪90年代所观察到的各国类型与80年代所观察到的各国类型一致：在我们从最穷的国家和地区组移动到最富的国家和地区组的过程中，股票市场也随之逐渐发达起来。

20世纪70年代的股票市场



20世纪80年代的股票市场



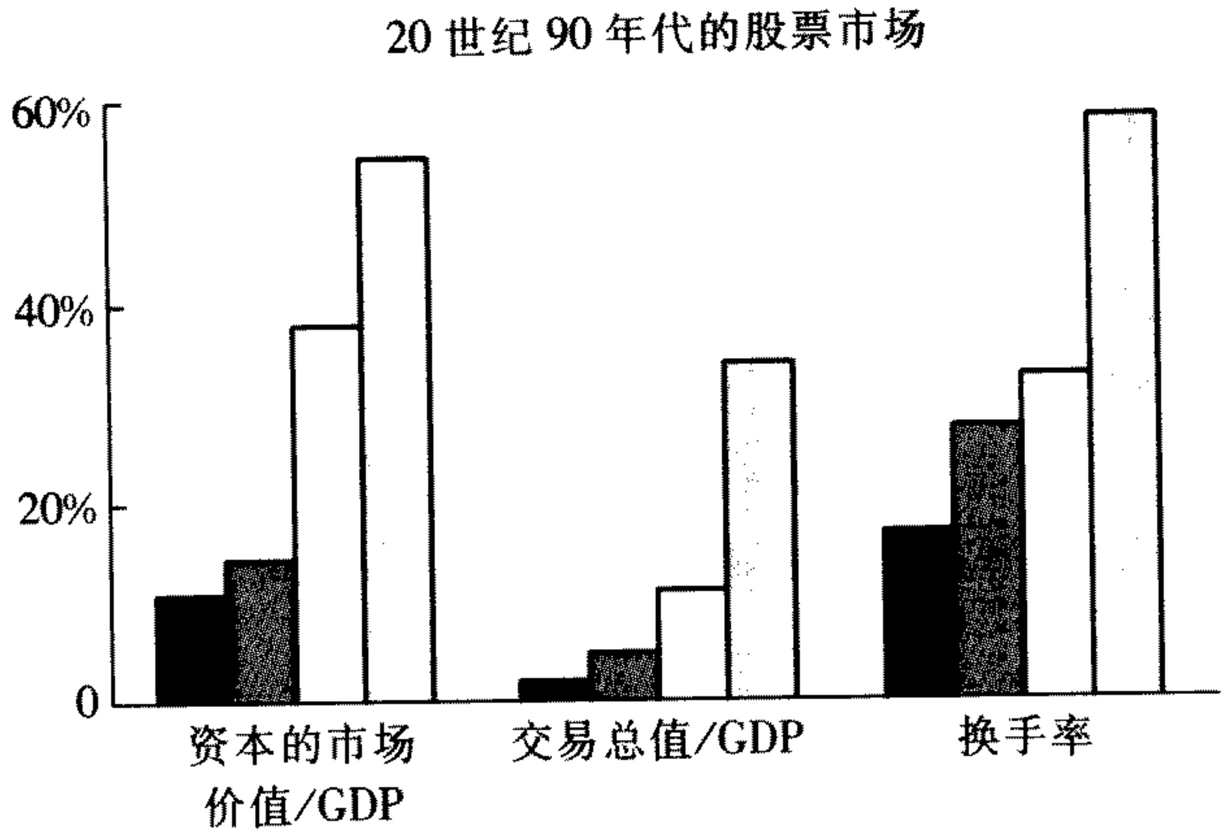


图 3A—3 股权市场长期发展

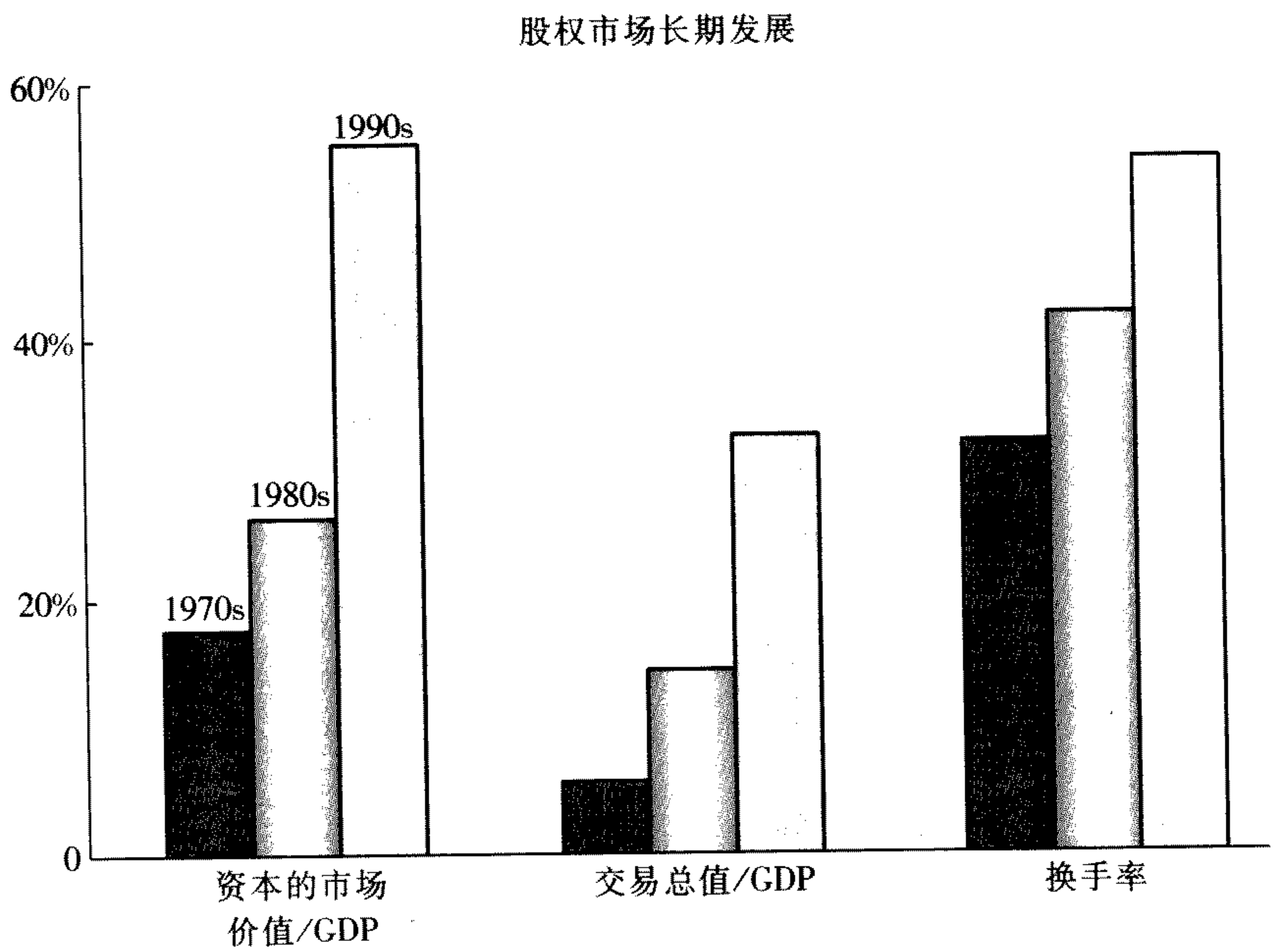


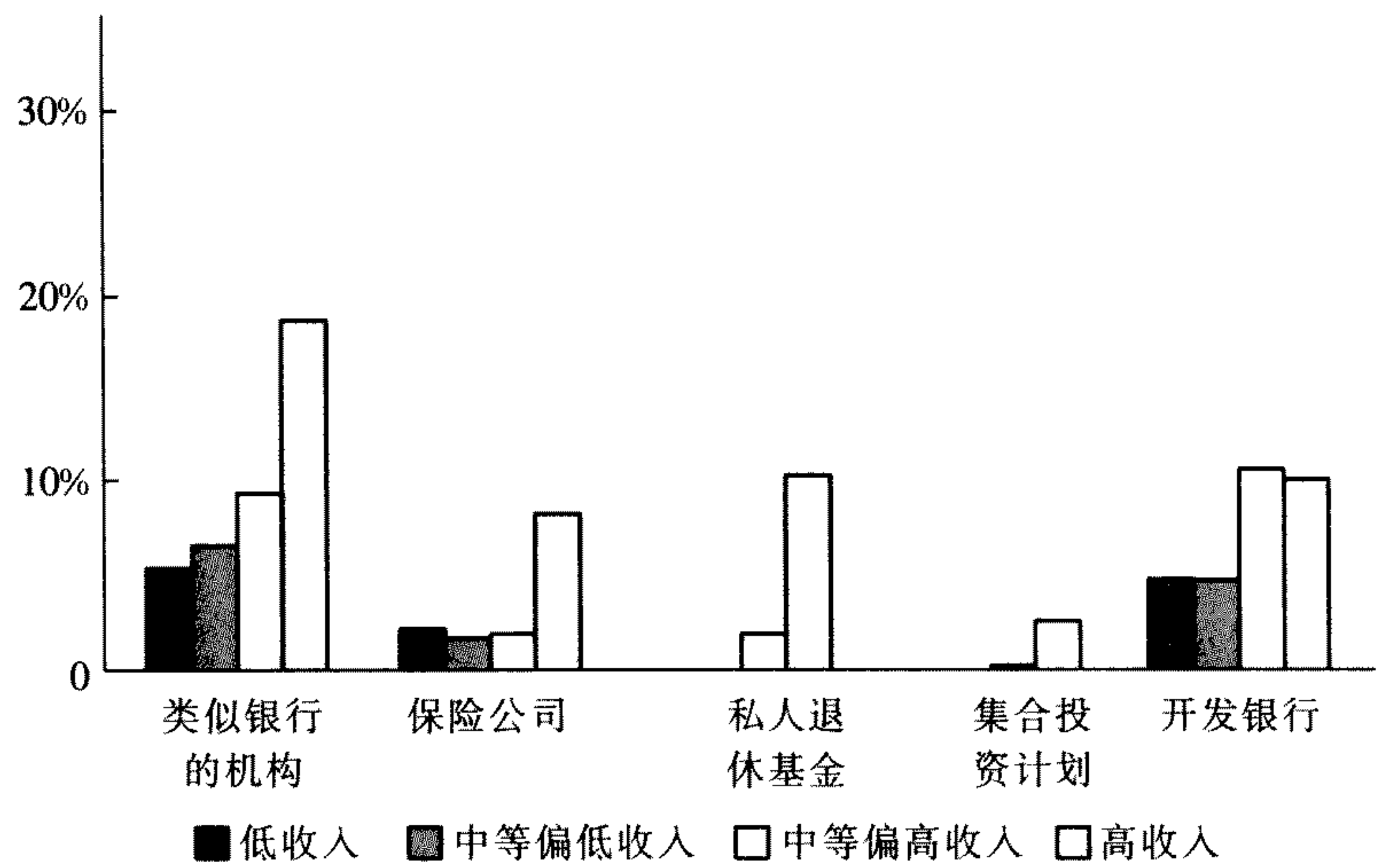
图 3A—4 股权市场长期发展

3A.3 多国非银行金融中介

136 随着国家和地区逐渐富裕，保险公司、退休基金、共同基金和其他非银行金融中介占 GDP 的份额也逐渐增大。此处我们遇到了一些数据上的问题，因为早些年的非银行数据很稀缺。图 3A—5 显示，20 世纪

90 年代，保险公司、退休基金、共同基金和其他非银行金融中介比 20 世纪 80 年代更大。而且，上面提到的多国类型存在了很多年。

20 世纪 80 年代非银行中介对私人部门的债权/GDP



20 世纪 90 年代非银行中介对私人部门的债权/GDP

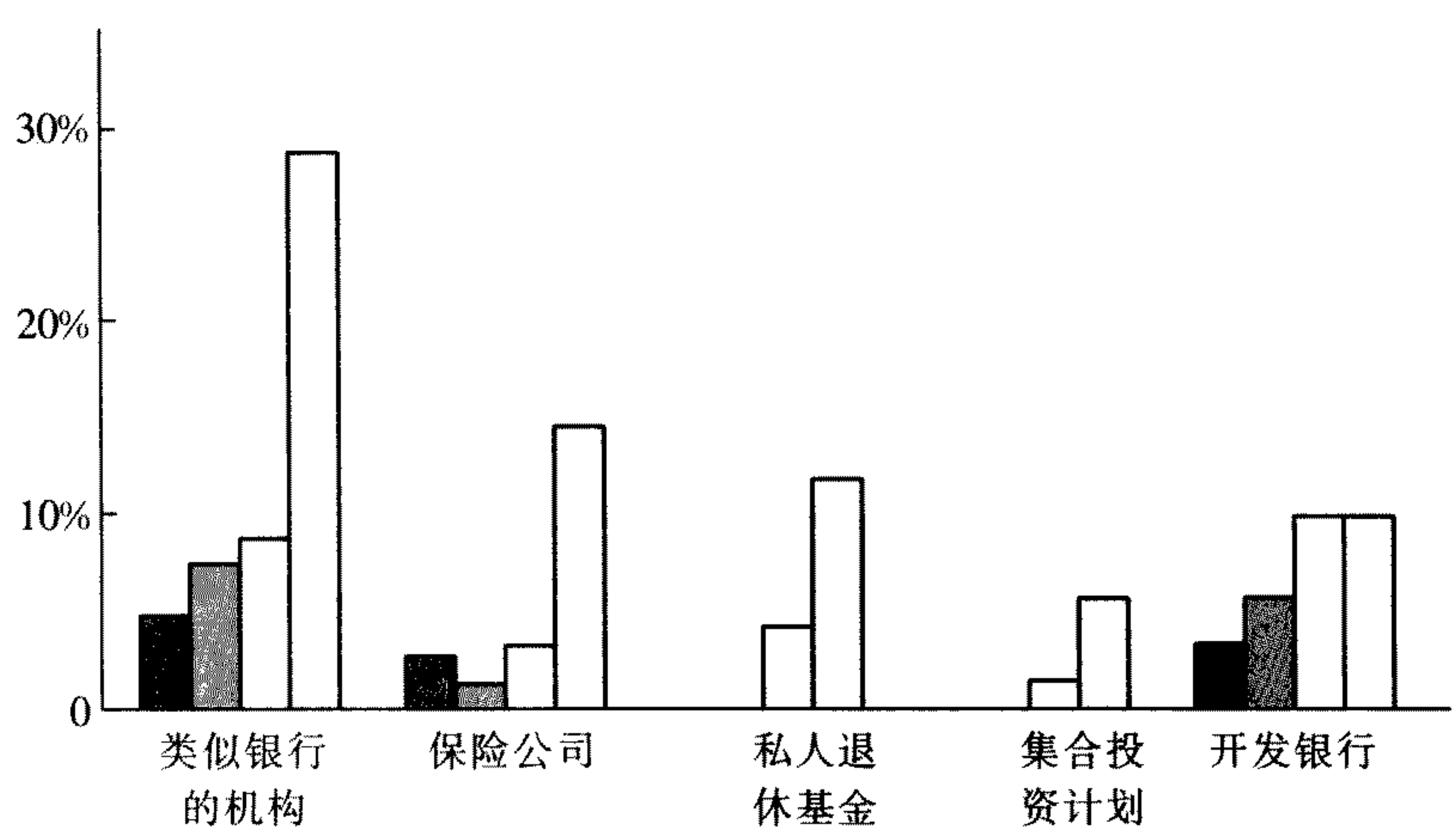


图 3A—5 非银行中介长期发展

参考文献

139 Allen, Franklin, and Douglas Gale. 2000. Comparing financial systems. Cambridge, MA: MIT Press.

Barth, James, Gerard Caprio, and Ross Levine. 2001. Banking systems around the globe: Do regulation and ownership affect performance and stability? In *Financial Supervision and Regulation: What Works and What Doesn't?*, ed. Fredrick Mishkin. Washington, DC: National Bureau of Economic Research.

Beck, Thorsten, Ross Levine, and Norman Loayza. 2000. Finance and the sources of growth. *Journal of Financial Economics* 58 (1): 261–300.

Boyd, John H., Ross Levine, and Bruce D. Smith. 2001. The impact of inflation on financial sector performance. *Journal of Monetary Economics* 47 (2): 221–248.

Demirgüç-Kunt, Asll, and Ross Levine. 1996. Stock market development and financial intermediary growth: Stylized facts. *World Bank Economic Review* (May).

Demirgüç-Kunt, Asll, and Vojislav Maksimovic. 1998. Law, finance, and firm growth. *Journal of Finance* 53 (6): 2107–2137 (December).

Demirgüç-Kunt, Asll, and Vojislav Maksimovic. 1999. Institutions, financial markets, and firm debt maturity. *Journal of Financial Economics* 54: 295–336.

Goldsmith, Raymond W. 1969. *Financial Structure and Development*. New Haven, CT: Yale University Press.

Huybens, Elizabeth, and Bruce Smith. 1999. Inflation, financial markets, and long-run real activity. *Journal of Monetary Economics* 43 (2): 283–315.

King, Robert G., and Ross Levine. 1993a. Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics* 108 (3): 717–738 (August).

King, Robert G., and Ross Levine. 1993b. Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence. *Journal of Monetary Economics* 32 (3). 513–542 (December).

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. 1997. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance* 52 (3): 1131–1150 (July).

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy* 106 (6): 1113–1155 (December).

Levine, Ross. 1998. The legal environment, banks, and long-run economic growth. *Journal of Money, Credit, and Banking* 30 (3, Pt. 2): 596－613 (August).

Levine, Ross. 1999. Law, finance, and economic growth. *Journal of Financial Intermediation* 8(1/2): 36－67 (January).

Levine, Ross. Forthcoming. Napolean, Bourses, and economic growth: With a focus on Latin America. In *Market augmenting government*, ed. Omar Azfar and Charles Cadwell. Ann Arbor: University of Michigan Press.

Levine, Ross, and Sara Zervos. 1998. Stock markets, banks, and economic growth. *American Eco nomic Review* 88(3): 537－558 (June).

Levine, Ross, Norman Loayza, and Thorsten Beck. 2000. Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of Monetary Economics* 46(1): 31－77 (August).

Park, Yung Chul. 1993. The role of finance in economic development in South 140
Korean and Taiwan. In *Finance and development: Issues and experience*, ed. Alberto Giovanni. Cambridge: Cambridge University Press.

Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales. 1998. Financial dependence and growth. American Economic Review 88 (June): 559－586.

【注释】

[1] 见艾伦和盖尔（2000）和莱文（1999）中的引用和讨论。

[2] 虽然其他因素的差别（例如，财政、货币和管制政策等方面）能够完美地抵消金融结构差别增长的因素，但这似乎是不可能的。而且，过去对金融结构的研究并没有控制非金融部门政策的差别。

[3] 数据基于整个样本，但表格和相关系数只包括 63 个我们拥有完整数据的国家和地区。

[4] 国家和地区的划分根据它们 1995 年的人均 GNP。低收入国家和地区为 765 美元或者更低；中等偏低收入国家和地区为 766～3 035 美元；中等偏高收入国家和地区为 3 036～9 385 美元；高收入国家和地区为 9 386 美元或者更高。

[5] 确切地讲，塞浦路斯、埃及、洪都拉斯、津巴布韦、巴拿马、巴巴多斯、哥斯达黎加、尼泊尔、冰岛、突尼斯、孟加拉、肯尼亚、毛里求斯、伊朗、特立尼达和多巴哥、厄瓜多尔和哥伦比亚的**银行贷款比交易值高**，因为本国股票交易值总和低于 GDP 的 2%。

[6] 作为确定性检验，我们将**存款货币银行对私人发放的贷款和其他金融中介对私人发放的贷款**结合在一起，从而创造了一个对金融中介发展的总体指标。我们

希望估量非银行机构是否对划分国家和地区产生实质性影响。在对金融中介变量进行以上的重新分析后，我们几乎没有发现变化。巴拿马、葡萄牙、比利时和意大利被划分为属于银行导向型但不发达的系统。加拿大、瑞典、泰国和南非被划分为属于中介导向型而不是市场导向型系统。最后，爱尔兰被划分为属于中介导向型的发达系统，而不是不发达系统。

[7] 表 3—12 的四种分类或者银行导向型与市场导向型的两种分类都没有考虑金融发展，没有得出显著结论。只有当我们将不发达国家和地区作为单独一组进行分析时，均值才显著不同。所以我们考虑不发达和（发达）银行导向型和（发达）市场导向型金融机构。然而，当我们考虑相关系数时，这种分类就变得不重要了，因为连续结构指数的相关系数也产生了一致结论。

[8] 股东权益，即 SRIGHTS，是在下列情况下加 1 的指数：(1) 国家和地区允许股东将他们的代理投票权邮递给企业；(2) 股东不必在全体股东大会之前抵押他们的股份；(3) 允许累积投票或者董事会中少数股东的比例代表制；(4) 设有遏制小团体的机制；(5) 一个股东要召开一次特别股东大会所需的最少股份少于或者等于 10%（样本均值）；或者 (6) 股东拥有通过一个股东投票才能放弃的优先购买权。这个指数的取值范围从 0 到 6。

[9] CRIGHTS 是总体不同债权人权益的指数。在下列情况下这个指数加 1：(1) 国家和地区强加限制，比如为获得重组所需的债权人赞成或者支付的最少股息；(2) 一旦提出重组（无自动延期），担保债权人能够确保自己的债权安全；(3) 担保债权人在破产企业资产分配程序中排在第一位；(4) 债务人在重组时不再保留对其财产的管理权。

[10] 这是一个执行变量，ENFORCE，是合同和法律的风险及由拉·波塔等 (1998) 搜集的顺序变量的均值，如莱文 (1998) 讨论的。

[11] 假定边际投资者是私人，他很富有，能够支付最高税率的个人所得税，股息劣势相当于每一美元股息的净收入低于每一美元的净利息收入的程度。

[12] 假设边际投资者是私人，他很富有，能够支付最高税率的个人所得税，资本收入劣势相当于每一美元资本收入的净收入低于每一美元的净利息收入的程度。

[13] 伯德、莱文和史密斯 (2001) 强调通货膨胀和金融部门绩效的非线性关系。

[14] 我们也探讨金融机构和人均 GDP 增长之间的联系，存在黑市溢价和股权收入分配。黑市溢价和金融结构之间不相关。有迹象表明具有更多股权收入分配和高增长率的国家和地区更倾向于拥有市场导向型金融结构，这些结论的统计显著性较低。

金融学前沿译丛

Ⅲ

金融结构和经济增长的跨国比较

4. 金融结构确实对经济增长起作用吗？基于公司金融角度

雷内·舒尔茨

4.1 导　言

本章检验了一国金融活动的组织如何通过它对企业成长和资金管理方面的影响来影响经济增长。即，一个金融系统如何通过运行其各种功能来影响经济增长。[1]例如，一个国家和地区通过组织支付系统来便利经济活动中当事人的交易来影响增长。政策制定者和学者经常假定储蓄能够自动有效地转化为投资，因而企业不起作用。这种观点信赖传统的新古典主义原理。对完美资本市场和规避风险的经济人的简单概括就是，利率决定了投资机会的价值，所有有价值的投资机会都能被考量。[2]现实世界却并非如此。即使一国拥有储蓄，该国家和地区的增长仍会 143

因为其金融系统无法将这些储蓄有效地转化为投资而受阻。所以，本章检验金融活动的组织对企业的储蓄转化为投资的行为以及利用有价值的投资机会的行为效率的影响。

金融活动的组织，可能使储蓄不能被有效地转化为投资，这一事实已经成为盎格鲁撒克逊模型和银行中心模型关于收益和成本比较的激烈争论的焦点。20 世纪 80 年代，与日本经济的表现相比，美国经济似乎增长缓慢，银行中心模型被视为解释两个经济为什么不同的决定因素。
144 那个时期瑟罗（Thurow）的典型观点认为，美国已经组织了一个与德国和日本截然相反的系统。那些国家组织成一个系统（企业集团）来让无耐心的股东的影响最小化，而美国则组织成一个系统（资金主导）来让无耐心的股东的影响最大化。[3] 根据这种观点，日本企业得益于长期股东的存在，可以投资于长期项目，而美国企业则不能这么做。日本经济在 20 世纪 90 年代的不良绩效促使了很多人重新评估证明日本系统有关优势的证据。特别是现在的证据表明，银行主导会使企业的资金更加昂贵，因为银行可以从它们的企业客户中获得租金。[4] 而且，现在银行融资对于日本公司而言已经不再像 20 世纪 60 年代或者 70 年代那么重要了。所以，与过去相比，日本不再是原来的银行中心经济了。

瑟罗（1992）的观点认为，美国管理层在评估项目时与日本管理层不同，这是因为其公司治理安排的不同，它强调金融活动的组织对公司投资政策的影响。这个观点可能与新古典世界不相关，因为在这样一个世界中，管理层采纳了所有具有正的净现值（一个项目的净现值指的是，将该项目的预期现金流按照投资者要求的预期回报率折现）的项目。在一个具有代理问题和信息不对称的世界里，管理层可能不愿意或者无法采纳在新古典世界中可以带来正的净现值的一些项目。实际上，管理层甚至可能会选择投资于负净现值的项目。如果两个位于不同国家和地区的企业对同一工程做出了不同的决策，这可能是因为资本成本的不同或者因为对管理的激励和监控不同。这些关于管理的激励和监控的不同，可能是因为对做出正确决策的报酬不足或者对做出错误决策的惩罚不够严厉，从而导致某个国家和地区采纳坏的项目或者不采纳好的项目。虽然瑟罗正确地强调金融活动组织的重要性，但我们也将会从本章中了解，在考虑金融活动的组织对经济发展的影响时，他所关注的日本和美国之间的差别只是这个问题的一小部分。

如果各国经济不是国际一体化的，各国的资本成本可能不同，因为 145
每个国家和地区都是一个孤岛，所以必须在一国之内用资本成本来衡量投资和储蓄。然而，如果经济是国际一体化的，资本流动将会使各国拥有同样风险的证券，拥有相同的预期回报率。所以，在完全一体化的金融市场，同样的现金流对于不同国家和地区的资本提供者来说将会有同样的价值。然而，同样的项目可能会对资本提供者产生不同的现金流，因为金融活动组织是不同的。

如果两个国家和地区的金融活动的组织不同，那么位于这两个国家和地区的企业在评估项目时会得出不同的收益率，为了证明这一点，我们考虑在美国建一个工厂的项目。我们假定，在新古典主义世界中，该项目将会盈利。如果项目由美国公司考虑，股东将会关心该项目是否会更有利于管理层而不是股东。结果，股东将会怀疑管理层对项目利润的要求。如果项目由日本公司评估，股东可能会担心银行会坚持使用现金流去满足企业的流动性从而降低企业的信贷风险，但如果企业对银行提供的信息比对股市提供的信息多，从而股市不愿意投资时，银行可能会对项目投资。最后，如果项目是在一个对少数股东权益保护不力的国家和地区中评估，项目可能会对企业价值没有丝毫贡献，因为它的现金流可能会被大股东剥削。因为项目的价值差别取决于采纳项目的企业本身，所以项目很可能被某一个企业而非另一个企业采纳。

本章检验了金融活动的组织如何通过影响企业融资和公司治理来影响增长。我称第一个问题为融资问题，称第二个问题为治理问题。如前面例子所示，这两个问题密切相关。如果管理层为了资本提供者的利益而将企业价值最大化，与自身利益最大化的管理层相比，管理层能够为一个项目筹措更多的资金。企业的融资方式影响了治理问题的解决。例如，只有当企业陷入财务危机时债权人才能够干预企业，而股东能够在 146
企业没有陷入财务危机时影响管理层行为。

必须强调，这篇论文完全关注金融结构对企业融资和资本管理的影响，所以忽略了金融结构通过其他方式对增长和福利的影响。特别是艾伦和盖尔（1995）强调了金融结构风险共享的一面。在比较金融结构的福利和对增长影响的多种方式时，金融结构的风险共享方面是重要的，但我们不涉及这一方面。所以与艾伦和盖尔（1995）相反，本章不关注系统比较。

本章组织如下。第 4.2 部分首先定义了金融活动的组织的含义，并将这个概念与金融部门发展进行对比。然后我定义了完美市场基准，并讨论在完美市场基准中资本成本的不同，以及为什么这个楔子提供了一个度量金融活动的组织影响经济增长的有用的指标。4.3 部分检验了对于一个希望创建一家新企业的企业家而言，金融活动的组织对其资本成本的影响。4.4 部分检验了对于一个已经建立的企业，金融活动的组织对其资本成本的影响。在 4.5 部分，我简要地讨论现有的经验研究对我们分析的支持。结论在 4.6 部分。

4.2 完美市场和金融结构

4.2.1 定义金融结构

默顿（1995）提出，一个金融系统提供（1）一个支付系统，（2）一个筹资机制，（3）在不同时空交易资源的方式，（4）管理不确定性和风险控制的方式，（5）使一个经济能够贯彻分散投资配置的价格信号，和（6）解决金融交易中一个当事人拥有其他当事人所没有的信息时出现的信息不对称问题的方法。这些机能在不同的经济中以不同的方式运行。

一国的金融结构被定义为机构、金融技术和说明金融活动在某一特
147 定时间如何组织的游戏规则。一个有用的类比是，金融结构对于金融系统而言是房屋的地基。很多不同的房屋可以建造在同样的地基上。然而，有时一个地基无法建造某些类型的房屋。如果地基是为平房而设计的，那么它就不能建摩天大厦。虽然对银行导向型经济和市场导向型经济之间的区别已经有很多关注，但我们对金融结构的定义还是要宽得多。毫无疑问，银行导向型经济和市场导向型经济拥有不同的金融结构。然而，如同我们在本章将了解到的，其他金融结构特征对于金融系统的运行机制有很大的影响。结果，银行导向型和市场导向型经济的区别可能会模糊，而不是丰富了我们对金融结构对经济发展影响的理解。例如，继拉·波塔、洛佩兹－希拉尼斯（Lopez-Silanes）、史莱佛（Shleifer）和维希尼（Vishny）（1998）的研究之后，最近很多研究都强调了保护少数股东权益对金融发展的重要性。根据我们对金融结构的

定义，一个国家和地区对少数股东权益的保护程度是该国家和地区金融结构的一个特征。

某种金融系统的同一功能可以在不同的制度中运行，也可以依据不同的规则运行。一国的经济发展程度和它的金融结构之间不存在直接关系。例如，日本和美国或者德国和英国都在同样的经济发展水平上拥有十分不同的金融结构。所以，没有案例表明金融结构是完全外生决定的。

区分金融结构和金融发展是重要的。现有研究已经关注了金融发展和经济发展之间的关系。[5]文献中已经使用了金融发展指标，包括股市换手率、资产的股市价值比 GDP，企业外部融资比例等等。对于相同的金融结构，所有这些金融结构的度量值可以出现巨大的差异。所以，金融发展和金融结构之间不存在一一对应的关系。例如，在股票市场占重要地位的经济中和在银行占重要地位的经济中，对外部融资的依赖可 148
能是相同的。然而，金融结构可以阻碍或者促进金融发展。政策对金融结构有直接影响，但对于金融发展只有间接影响。政策制定者无法通过立法改变金融发展的程度，但他们可以通过立法改变金融结构。这就使了解金融结构对经济增长的影响变得非常重要。

4.2.2 一个完美市场基准

金融经济的很多结论都要求市场完美的假定。如果市场完美，合同无成本，那么科斯定理成立。[6]这意味着只要有能够创造价值的资源可供重新配置，它就能够无成本地实现。在完美市场世界中，合同是完全的。也就是说，经济当事人的活动或者单个证券的盈利情况在任何情况下都能够无成本地详细说明。在完美市场中，企业会详细说明资本提供者在各种情况下的回报。对于资本提供者而言，企业的价值是企业将会偿付给他们的现金流的现值。

如果资本市场是完美的，并且资本流动不受限制，那么投资者投资的项目处于何处就无关紧要了。所有投资者都以同样的方式评估一个项目。不同国家和地区的资本成本没有不同。如果一个项目的预期回报至少等同于资本成本，该项目将会被投资。这意味着项目的现金流现值是正的。所有有价值的项目都会获得投资，而无须考虑它们所处何处。

4.2.3 偏离完美市场基准

在完美金融市场中，只要管理层能够发现项目的价值，企业就会为该项目融资。两个关键的市场不完美因素破坏了这个完美金融市场的性质。第一，投资者无法观察管理层的所有行为。第二，管理层拥有投资者所没有的信息。阿罗（Arrow，1979）将第一个问题命名为隐藏行动
149 问题，将第二个问题命名为隐藏信息问题。这些隐藏行动和隐藏信息问题在管理层和投资者之间产生了代理问题。如果管理层了解一个项目很可能是一个坏的项目，但无论如何他还是希望投资于该项目，一般是因为管理一个更大的企业，他会更加洋洋自得并获得更高的薪水。如果项目失败，管理层不会受到所有的指责，因为其失败有可能是因为坏运气。如果项目成功，管理层将从企业的成长中获益。隐藏信息和隐藏行动给予管理层能够追求自己目标的自由处置能力。

因为隐藏信息和隐藏行为，投资者们不再自动相信管理层关于他们将会从项目中获得现金流的说法。这有几个原因。首先，投资者知道管理层具有高估现金流的动机，而他们一般无法核实管理层的说法。第二，通过隐藏行动，经理层可以影响以后的现金流。尤其是经理层会偷懒，而这会减少现金流，或者改变现金流的方式，以达到经理层的个人目的。第三，投资者一般无法核实一个工程现金流的使用。因此，经理层可能选择在企业中投资过度，因为从投资获得的收益大于将多余的现金流发放给股东。在极端的情况下，如果经理层能够动用筹集来的资金，并且将它们用于消费而不受惩罚，那么即使企业拥有好的项目也无法筹得资金。

当隐藏信息和隐藏行动问题存在时，经理层无法进入市场去宣布它拥有一个具有既定可分配现金流的项目，从而得到投资者投资。考虑一个需要融资的企业的外部融资行为和成长。它能够筹资的程度取决于这些资金的提供者对这些现金流自然增长的信任程度。所以在完美资本市场中，企业采纳的项目会被投资，但在不完美资本市场中，因为资金提供者不相信他们将会从项目中获得足够的现金流，所以该项目可能得不到投资。在这种情况下，新古典主义资本预算的方法不再有用。这是因为一个项目可能在新古典主义资本成本下值得采纳，但企业无法在该资本成本下筹得资金。为了保护外部融资，现有的所有者可能不得不同意
150 对他们能够采取的行动进行有成本的约束，这样资本提供者才能够相

信，他们将不会被所有者利用。一个企业的外部融资成本必须重视与这些约束相关的额外成本。结果，因为隐藏信息和隐藏行动问题，一个企业的外部融资成本超过了投资者的资本成本。

考察投资者的资本成本与企业的外部融资资本成本之间差别的最好方法是关注为项目寻求投资的企业家。对于投资者来说，如果他们拥有支配项目所有现金流的权利，他们将会收到预期的现金流，根据这些现金流的既定风险，采用适当的贴现率，项目的价值就是现金流的现值。对企业家来说，为了筹得资金必须放弃一定的保护外部融资的现金流，外部融资成本是这部分现金流的贴现率。在完美资本市场，这两个资本成本是一样的。而市场的不完美在这两种资本成本之间创造了一个楔子。随着这个楔子的增加，对于企业家而言，就存在一个点，在这个点上，项目不再有价值，投资也就不会发生了。[7]

考虑一个在完美金融市场中可能有价值的项目。在我的框架中，如果企业家的外部融资成本无法筹集到足够的满足投资需要的资金，那么他就无法进行该项目。在这种情况下，投资者将不会提供资金，所以企业家面临配给问题。[8]在完美市场中，如果项目产生的现金流无法按照合约支付给投资者，这种情况将发生。在极端的情形中，法律执行可能很不力，以至于企业家可能在不受惩罚的情况下偷走所有的现金流，这将导致投资者一无所有而企业家的资本成本将无穷大。然而，这仅仅是因为隐藏信息和隐藏行动的问题，如果企业家的努力不被观察到，他就不会像被观察时一样努力工作，从而使现金流低于完美资本市场中的现金流。

现在我们考虑现有的一家企业试图筹资的情形。在这种情况下，投资者的贴现率与企业的外部融资成本也不相同。投资者选择贴现率的方式与企业家的做法一致。企业筹集的资金相当于投资者期望收到的现金流的现值。然而，企业的总值并不一定会通过融资而上升。企业的价值 151
由资本提供者期望获得的现金流价值的贴现率决定。如果这些问题导致管理层做出的投资决策在金融市场完美的情况下并不最优的话，这个价值将小于企业在没有隐藏信息和隐藏性问题时的价值。例如，管理层可以将这些资金投资于采用新古典资本成本方法计算的净现值为负的项目，而该项目对管理层有私人的收益。

过度投资的可能和投资不足的可能都在企业外部融资成本和资本提

供者的贴现率之间创造了一个楔子。如果企业过度投资，这意味着它采纳了本来不应该采纳的项目。这些项目减少了企业相对于在完美资本市场中的现金流，因为这些项目不会赚来投资者们要求的贴现率。如果企业投资不足，这意味着它没有探索可以利用的投资机会。此外，这降低了企业相对于在完美资本市场中采纳这些项目的价值。为了检验金融结构如何影响过度投资和投资不足的可能，我将围绕一个企业的生命周期组织我的讨论。下一部分从检验企业家寻求新项目融资的问题开始，然后我在 4.4 部分研究金融结构如何影响一个现有企业的活动。

4.3 企业家融资

4.3.1 分阶段融资的重要性

考虑一个对某一项目有打算的企业家。在没有隐藏信息和隐藏行动问题的情况下，该项目具有正的净现值。企业家无法依靠自己对该项目融资，所以他必须找到能够提供必需资金的投资者。为此，他必须使投资者确信，他们能够在此项投资上收到预期的贴现率回报。如果投资者希望获得他们资金的机会成本，他们将会投资该项目。

首先假定，关于项目的现金流，企业家和投资者之间不存在信息不
152 对称。这样，如果投资者相信，他们将会获得承诺的项目现金流，项目就会被投资。这意味着投资者必须确信，这些现金流不需要支付其他，这要求很好地定义和执行产权。

在保障投资者收到承诺的现金流方面，不同国家和地区有一定程度的不同。在法律执行最不力的国家和地区，如果企业家不愿意支付，国内投资者几乎不可能获得承诺的收入。在其他国家和地区，国内的投资者在收到承诺的现金流方面比国外投资者期望更大。法律执行程度直接影响了企业家利用外部资金为其项目融资的能力。[9]随着法律执行力度的增强，企业家从企业转移资金越来越难，而外部投资者则期望收到更多的分红。如果法律执行不力，除非私人合同能够解决法律执行不力所产生的问题，否则很多项目将不可能启动。通过建立一种不从企业的资金提供者处转移资金的声誉，即使在法律执行不力的环境中，企业家仍可以获得资金。戴蒙德（1991）提出，企业的机会主义行为会降低其发

行的证券价值，而这种声誉使企业能够避免机会主义行为，否则就无法避免。戈梅兹（Gomez）（即将出版）提供了一个模型，在该模型中，即使没有保护少数股东的法律制度，声誉仍可以使股权有价值。不幸的是，声誉只有在项目高度可分的情况下才能替代法律执行，从而使企业家能够从几乎没有资金开始。对于一开始就需要大量资金的项目，企业家将不得不在没有声誉的情况下筹得资金。如果采纳项目有利可图，他将不得不选择租用其他人的声誉，否则他只能放弃项目。

法律执行不力并不一定会阻碍企业家。在20世纪下半期美国的法律执行就很不力，尤其是少数股东，其权益被践踏。科菲（2000）认为，投资银行使企业家能够从在美国的国外投资者处获得资金，因为它们确保了国外投资者不会被利用。他还指出，纽约股票交易所能够替代 153
政府法律执行的情况也是重要的。

然而，在法律执行不力的情况下，要通过私人机构来促成合同，政府机构必须不构成阻碍。对经济行为的过度监管或者政策干涉都会阻碍这种机构的出现。

在既定的法律执行水平下，企业家的问题是，他比投资者拥有更多关于项目的信息。没有理由让投资者相信企业家描述项目的时候讲的是实话。因为即使项目机会不可能成功，企业家也可以从采纳工程中获益。如果他不为采纳工程融资，企业家的股权可能一文不值。只要企业家拥有项目的股权，如果项目进展顺利，他将会从中获益，但如果项目进展不利，投资者们将比企业家损失更多。投资者和企业家之间的信息不对称问题使企业家经常无法通过在公开市场上对新的投资者发行股票来为项目融资。所以，企业家无法通过简单地描述项目并要求投资者相信该项目是有利可图的来为项目筹资。即使该项目具有很高的价值，并且在完美金融市场中将被投资，在隐藏信息问题足够严重的情况下，该项目是无法获得资金的。

为了启动该项目，企业家可能会采用一个标准，通过该标准投资者能够了解该项目，并且在发现项目不盈利的情况下停止投资。所以，一般来说，融资方法包括了分阶段融资，未来的融资依赖于项目如何开展。[10]资本市场一般因为两个原因而不适合于分阶段融资。第一，分阶段融资要求投资者在某些情况下提供新的资金。这意味着提供分阶段融资的证券对财产没有有限责任。然而，不具有限责任的证券已经从资

本市场上根本消失。[11]如果一种证券要求它的所有者在未来进行支付，
那么它的价值取决于在证券遇到该情况时是否做出支付。为了确保这一
154 点，需要在交易中做出限制。否则，对于财富很少，无法进行持续支付
的个人来说，证券的价值最大。第二，即使证券交易能够在缺乏有限责
任的情况下进行，详细说明能够提供额外筹资的所有情况一般来说也是
不可能的。一个项目的成功包含很多因素。然而，关于公开证券交易，
设置这样的机制，使全体证券所有者共同行动以计算是否应该提供资
金，一般来说是不可能的。[12]

4.3.2 企业家融资过程中金融中介的作用

企业家的项目融资一般包括从银行、银行替代机构和风险资本家等金融中介获得分阶段融资。银行有效地提供分阶段融资。随着企业家的项目进展，银行更多地以更新和扩展贷款的形式出现。利用债务融资可以节约监控成本。如果企业家偿还负债，银行就没有理由将资源花费在计算企业家资产的真实价值上。[13]在这种融资机制下，银行以负债形式提供资金，而企业家，他的朋友，和潜在的风险资本家拥有股权。

资金的潜在提供者之间的竞争降低了企业家承担的利率。这对于经济增长似乎是有好处的，但事情并不是这么简单。如果资金必须分阶段筹集，随着人们对项目的了解，人们将会做出新的融资决策。在项目的每一阶段，金融中介都必须评估项目是否可行以及项目状况如何。从这一方面来说，有评估项目并能增加其成功率的特殊技能的金融中介能够使项目增值。

金融中介花费多少资源用于项目取决于其能够从这些花费的资源中
获得收益的程度。如果项目失败，金融中介就无法获得收益，而项目如
果成功，金融中介就会因此获得收益。这意味着，如果一个项目成功，
155 金融中介必须有能力抽取租金。[14]金融中介之间竞争的缺乏会提高金
融中介从成功项目中抽取租金的能力，从而证明它们在项目上的花费增
加了它们成功的可能性。所以，对于关系贷款而言，一定的抽取租金的
能力是必要的。[15]

当金融中介只能够通过与企业之间的关系获得租金时，金融中介之间的竞争将限制它们将资金花费在项目上的动机。当竞争很激烈时，已有的企业能够摆脱与一家金融中介之间的关系。所以，金融中介无法获

得像帮助一家企业获得成功时那样所能获得的收益。当竞争过度激烈时，金融中介将不会发展专门技术，这样它们无法评估项目，并因此不对其进行融资。而且，已经启动但没有从关系融资中获益的项目成功的可能性比较小。所以，没有关系融资，启动的项目将很少。能够启动的项目都是金融中介能够对其进行融资投资的项目，这种投资不具有项目专用性，能够被作为抵押品。也就是说，如果无法获得关系融资，企业家能够借款去建造一栋建筑物，但无法为此项目专用机械的改造进行融资。然而，同时，在竞争极小时，如果通过增加成本能够使项目成功，那在其逐渐成功的过程中，金融中介就能够剥削企业家。然而，当抽取租金的能力增强时，对企业家所设想的补偿就降低了。

因为金融中介具有关于项目企业家的私人信息，所以企业家与金融中介之间的关系很复杂。这种私人信息的存在意味着，如果金融中介拒绝给企业家融资，其他金融中介将会从这个决定推断，该项目存在不利信息。因此，如果金融中介不顾它们之间的激烈竞争而提高融资成本，企业家可能很难去寻求其他融资渠道。

关于金融中介可能将成本强加给企业家的另一个领域与决策的连续性和扩展有关。拥有债权的金融中介具有使企业家规避风险的动机，因为债权的价值将会随着风险的增大而减少。因此，金融中介评估决策的 156
连续性与企业家不同。如果项目连续会使风险增大，而从清算中获得的收益足够高，那么金融中介可能会选择中断该项目。当项目连续对企业家而言是最佳选择时，金融中介仍可能防止项目连续，这种可能性意味着，企业家的报酬减少，努力工作的动机下降。

金融中介做出次优的连续决策的程度受金融中介是否持有股份这一因素的影响。如果金融中介在企业的资产结构中持有相同比例的债权和股权，它的动机将会是企业价值最大化。次优连续的问题能够通过让不同的金融中介持有债权和股权来解决。通过给企业家更多的股权，企业家没有能力偿还银行利息的可能性变小，银行影响的重要程度减小。

出于另一个原因，私人股权的提供在对企业家融资时起重要作用。使用债权时要求它能够被抵押。不具有专用性抵押品的债权，例如建筑物，能够被整个企业抵押。一些企业行为不产生可被用于融资的抵押品。例如，对于研究与发展的投资，查封企业的银行面临的问题是没有可供出售甚至评估的资产。股权使企业能够将未来随机现金流的一部分

作为抵押。

次优连续问题因为融资风险而被激化。分阶段融资要求继续融资的承诺能够被兑现。如果当企业家期望获得更多资金的时候，金融中介破产或者无法贷款，那么这种承诺就无法被兑现。所以银行部门的不稳定性和/或者政治干涉降低了从企业家关系获得收益的预期。当企业家购买他辛劳所得的股权时，他必须相信，在他能够更好地证明项目的价值时，他能够获得资金。然而，如果对银行或者对直接贷款的资本约束阻止它们贷款给企业家，项目将无法继续，即使那是一个有价值的项目。
157 如果这种可能性足够大，企业家将不会首先进行这个项目。从这个角度看，政府通过促使银行多贷款给经济中的一些部门而少贷款给其他部门来鼓励其增长，这种做法使成功企业家在获取资金方面变得不确定，因而降低了企业家的活力。

除非项目的价值能够被足够精明的公众投资者确认，从而获得融资，否则进入公开市场对于企业家来说是昂贵的。公众投资者不具有与金融中介同样的信息，因为企业无法在不降低其价值的前提下将一些类型的信息公开传播。这可能意味着，公开资本市场由此不再重要。然而，他们还是出于以下四个目的而进入公开市场。第一，公开资本市场使企业家能够离开银行。[16]如果银行试图从项目中抽取过多利润，企业家能够选择另一种融资渠道。所以，即使企业家最初是通过银行融资，但通过限制金融中介抽取租金能力来进入公开市场能够在促进企业家关系上起重要作用。第二，公开市场使企业家能够从成功的项目中获得利润。没有公开市场，企业家的股权缺乏流动性。如果企业家卖出他的股份，他将面临一个有限的市场，从而只能获得一个很低的价格。有了公开市场，企业家从项目中获得的补偿增加。第三，公开市场集合信息，并因此提供关于企业和项目价值的有用信息，这些信息可用于制定投资决策。[17]第四，公开证券市场的存在使提供资金以换得股权的金融中介出现，并能够因此分担企业家的风险。一个国家和地区能够拥有公开市场，但是这些市场可能对于新的企业而言并不容易利用。从这种讨论中可以看出，具有新企业能够利用的公开市场在鼓励企业家行为方面具有重要作用。除了其他原因外，企业难以进入公开股票市场还可能因为进入公开市场的成本高、上市受限制和流动性差。

中介融资对于企业家很重要，但它缺少让企业家通过股权市场退出

的机会，金融中介的寻租减少了企业家的收益，并可能削弱了它的重要性。中介融资是信息密集型的。一般来说，它无法远距离发生。[18]然 158
而，存在明显的例外。中介融资的监控职能要求金融中介具有能够评估企业家进展的能力。有时，本地中介可能确实不具备这些技能。因此，在这种情况下，金融开放使本地企业家能够获得融资，否则他们就没法获得。然而，有了股权市场，区域就不太重要了。国外企业，特别是以色列企业，即使它们处于拥有本地股权市场的国家和地区，也能够偶尔在纳斯达克市场上首先上市。所以，只要企业所在的国家和地区能够自由进入国外市场，一些国外金融机构就能够替代本地机构。

4.3.3 金融结构和企业家融资

一国金融结构的下列属性对于新企业的建立和成长至关重要：

1. 良好界定的产权，从而使企业家有能够出售未来现金流的权利；
2. 可获得分阶段融资；
3. 金融部门的稳定性，从而使金融中介能够兑现在分阶段融资中的隐性承诺；
4. 可获得私人股权融资；
5. 可获得不可抵押债务；
6. 年轻企业有权退出的公开股权市场。

如果不具备这些属性的话，金融结构将因为严重的隐藏信息和隐藏行动问题阻碍企业的诞生。如果一国的金融结构使此类企业无法筹资，那么国家和地区的增长就会受损。然而，重要的是，金融结构选择并不能被简单地看做是在市场和银行之间的选择。很明显，在我们的分析中，市场和银行都是必需的。

4.2 部分比较了金融结构和金融发展。这里讨论的企业家融资条件使我们有可能强调这种差别的重要性。如果有人从企业家融资的角度总结了金融结构的关键条件，那么这一定是立足于复杂的私人的显性和隐 159
性的合同。为了促成此类合同，一国需要稳定而有效的法律制度。这些条件推动了金融发展，但金融发展不是这些条件得到满足的必然前提。在这些条件中有一些可能因为很早以前发生的事件而得到满足。例如，一国的法律类型可能是殖民主义和其他历史事件的结果。然而同时，这些需求容易受到政策干涉的影响。而且，光法律本身是不够的，还要看

它们如何被执行。例如，如果一个保护债权人权利的法律体系花费了十年时间去执行一项要求权，那它就是无效的。

4.4 监控已有的企业

4.3 部分已提示，随着企业的成长和完善，它们将越发依赖公开市场。他们的股权变得可以公开交易，并且它们能够发行公开债务。在美国，已有的企业拥有分散的股东。伯利和米恩斯（Berle and Means，1932）强调，治理问题源于股权分散化。在一个具有大量个人小股东的企业中，因为股东集体行动的成本很高，所以股东难以有效实施治理。结果，和企业被大股东控制的情况相比，经理能够拥有更多的自由去实现个人目的。如同拉·波塔等（2000）所提出的，除了美国之外的大部分国家和地区，已有的企业拥有能够直接影响企业政策的大股东。这些大股东在很多方面和股权分散的企业中的管理者类似，但不像众多的小股东。和股权分散的企业的管理者一样，这些大股东可能选择不提高企业股权价值的决策，因为他们将从这些决策中获得额外收益。虽然我在4.1.1 部分明确地讨论了与大股东相关的问题，但我们分析管理者的许多看法同样适用于大股东，他们都从企业控制中获取私人利益。

管理者的自由裁量意味着一个无能的经理能够保住他的工作，而一个能干的经理能够利用企业的资源去实现自己的目的。如果企业具有有
160 价值的投资机会，那么经理一般没有理由去牺牲股东的利益。在这种情况下，如果经理没有很好地把握这些投资机会，那就是因为他信息错误或者无能。如果一个企业没有有价值的投资机会，拥有较多信息且有能力的经理宁可将企业的现金流投资于不良的项目，也不将它返还给股东。[19]这就意味着，当面临不良的投资机会时，被大量个人小股东持有的大企业往往会过度投资和消费过多津贴，而不是重新购买股份或者增加分红。然而另一方面，正是因为经理不愿意将现金流返还给股东，企业在融资能力上才会受到限制。[20]这是因为，资本提供者知道经理会追逐自己的目标，他提供的资金不能保证被很好地使用。经常希望投资的经理无法通过声称他拥有好的项目来获得融资。结果，当他拥有好的项目时，经理可能因为无法融资而无法投资。

大企业中的经理使企业价值最大化的动机大小对经济增长至关重要。当经理越倾向于追逐自己的目标，它越无法获得资金，并且它筹集资金需要的成本就越高。这种机制被用于监控经理，并使他在各种情况下都有动力使股东财富最大化。激励和约束管理层的主要机制有：股权激励、公司控制的市场、企业董事会的作用、企业的资本结构和管理层报酬。这些机制的作用取决于资本市场在经济中的作用。没有资本市场，就没有公司控制权市场，因为针对公司的主动竞标是不可能的，管理层的报酬也不可能与股东财富的变化直接关联。因此，在一个大多数企业没有股权交易的经济中，拥有一个无限制的公司控制权市场是没有价值的。在考虑金融开放、声誉和产品市场竞争等因素影响金融结构作用于已有企业的方式之前，4.4 的其他部分集中讨论所有权、公司控制权市场和债权在监控管理层时的作用。

4.4.1 所有权、管理者自由裁量和管理层激励

虽然分散的所有权对于美国的大公司而言是很平常的，但在世界上 161
的其他地方却不是如此。因为分散的股东采取集体行动存在困难，有人可能就此相信，集中的所有权必然更好，并且股权集中的企业将能够更好地促进经济增长。难点在于，集中所有权并不必然导致更好的投资决策，而可能只导致决策的制定有利于大股东和管理层。例如，大股东能够保证企业以合适的价格从该股东所有的其他公司采购。如果能够通过多数股权来掌握企业现金流的权利，那么掌握企业的控制权就不在话下。所以，大股东能够牺牲其他股东的利益，从公司中抽取利润，而这将降低企业价值。巴克利和霍尔德内斯（Barclay and Holderness, 1989）认为，即使在美国，这些利润也是可观的。津格利斯（1994）讨论的证据显示，在其他国家和地区这些利润是很大的。随着小股东的权利被剥夺，公司的资本成本提高，因为购买股份的股东预期到自己只能获得较小份额的企业现金流。

然而，如果小股东不被剥削，企业就会因为拥有大股东而获益。这些股东具有强烈的动机去监控企业，因为只要存在能够导致企业盈利的信息，那么大股东就能够通过搜集这些信息来获取更多的收益。小股东无法影响企业的投资政策，也就不能通过改进企业投资效率来获利。大股东还能促使接管。格罗斯曼和哈特（1980）证明了这样的问题，即如

果做了标的，目标企业的股东几乎没有动机去投标自己的股份，因为他们能够通过持有股份而从接管中获益。由于每一个个人小股东都认为自己不能改变接管结果，这些股东都制止投标。大股东知道，如果他不投
162 标，接管成功的可能性更小。所以，如同史莱佛和维希尼（1986）所证明的，如果不存在大股东，接管可能不会发生，如果存在大股东，接管才可能发生。然而，当大股东考虑控制的私人收益时，大股东可能阻止接管，以维护其私人收益。

由此可知，股权分散与否和经济增长并不必然相关。由大股东控制的企业能否增加企业价值主要依赖于大股东能否剥夺包括少数股东在内的其他资本提供者，从而从其控制中获得私人收益的程度。如果大股东无法通过剥削其他的资本提供者来增加控制权的私人收益，他只能通过增加企业价值来增加其财富。然而，即使他能够通过行动有效增加企业的价值，他也可能选择只注重私人收益的生产，这是因为他能够获得全部私人收益，但只能获取部分企业增加值。拥有一个大股东不利于对无控制力的股东的有效保护。随着大股东在企业中股份的增加，相对于对控制的私人收益价值的关心程度来说，他将更加关心他股票的价值。不幸的是，如同拉·波塔、洛佩兹-德-希拉尼斯和史莱佛（1999）所提出的，如果国家和地区能够很好地保护无控制权的股东，那么大股东就不太重要了。这个结论的一种解释是，在他们提供巨额私人收益方面，要求大量股份是有意义的。

股票市场的流动性在允许投资者持有和出售大量股份方面起重要作用。在一个非流动的股票市场上，投资者如果不支付充分的贴水以引诱投资者出售股份就无法持有大量股份。结果，他们可能不得不将其预期从股票中获得的很多收益让给出售股份的股东。同样，拥有大量股份的投资者可能发现，如果他们出售股份的时候不打折，就无法吸引买家。因此，一个非流动的股票市场能够防止大股东的产生和解体。[21]因此，彼得（1993）和其他人认为，减弱股票市场的流动性能够使大股东更加
163 有活力，因为如果他们认为企业运行不良，他们可能只在一个更有流动性的市场销售他们的股份。减弱股票市场的流动性似乎要求所有权集中，否则的话让投资者去持有大量股票是很昂贵的。而且，如果已有的大的股票持有者无法销售股票，他们可能会催生更加保守的投资政策。

在美国，如果管理层拥有超过10%的企业价值，那么该公司就很

少能被敌意收购。有效控制一家企业的股东并不需要多数股份，这是全球普遍现象。然而，利用金字塔式控股和/或者具有差别投票权的股份，就可以更容易地用一小部分股份控制一家企业，这取决于所在国家和地区。例如，在一些国家和地区，交易所允许企业在市场交易很多类型的股份，而在其他的国家和地区却不允许。具有差别投票权的股份使大股东能够在只拥有小部分现金流要求权的时候控制企业。在这种情况下，股东利用他的投票权使企业价值最大化的动机更小。例如，股东可能通过将资金从企业转移来形成私人利益，以改进个人经济状况，因为他能获得所有的私人收益，但只能获得现金流的一部分。金字塔式控股具有同样的效果。[22]如果建立企业是无成本的，5 美分的投资可能就能够控制通用汽车。一个人可以利用这 5 美分的投资推动一家具有 9 美分资本的企业，然后企业可以有一些借款。假定之后这个企业拥有 15 美分的资产，这些资产可用于购买一家具有 30 美分股权的企业的 51%的股份。这个企业本身能够借款，然后购买一家企业 51%的股份，这些股份后来可能值 80 美分。这种情况将继续，直到最终的企业拥有通用汽车一半的股份。

建立金字塔式控股或者创造具有差别投票权的股票所产生的问题是，这种占有控制权带来的私人收益的机制通常需要从控制开始。否则，不考虑从控制中获得的私人收益的大小，这种机制的成本可能太高。为了理解这一点，考虑一个不拥有任何一家公司股份的个人，他希望通过原始股获得控制权。那些将股票出售给那个人的人知道，他最后能够从控制权中获得大量私人收益。所以他们将会试图给他们销售的股票定价，这个价格能够使他们也占有一些利润，这些利润来自金字塔式控股创建者最终将会从控制权中获得的利润。然而，创建原始股有利 164
润，那么就没有理由认为只有一个个人试图创建原始股。因此，来自于创建原始股的所有租金都将被剥夺，将没有金字塔式控股存在。相反，如果一个股东拥有控制权，他能够通过创建金字塔式控股来增加他在公司中的资本投资，因为他一旦控制了企业，他的私人收益将会持续。然而，通过销售股票，他能够增加其资源。一个股东要求企业具有差别投票权的情况也出现了同样的问题。

具有与现金流所有权成比例的投票权是保证具有控制权的股东追求企业价值最大化的有利机制。然而，这种解决方法并没有防止金字塔式

控股。有了金字塔式控股，即使一个大股东拥有的金融股份可能很小，他也能通过这些股份实现对大多数股份的控制。然而，有趣的是，如果大股东从控制权中获得的私人收益固定而不能增加，差别投票权和金字塔式控股可能会增加企业价值。在这种情况下，从控制更多投票权中获得的收益只来自股东增加企业价值的能力。这样它就会更有利于具有控制权的股东监控管理层，从而避免了管理层不受监控的可能。例如，如果股东是个人小股东，不存在负责任的大股东，则无能的管理层可能不会被解雇。问题是，大股东从控制权中抽取私人收益会降低企业价值，使企业价值低于没有大股东存在的情况，但我们不可能确保大股东不这么做。

已有的关于公司金融的文献对经理层和大股东在企业中获得股份的问题关注不多。对于一个寻求获得公开资金的企业家而言，这个问题很好理解。[23]对于这样的企业家，将他拥有的所有股份销售给公开市场的投资者将会导致潜在的投资者怀疑股票的价值和企业家最大化企业价值的动机。所以，企业家保留一部分股份以保证他能够以可接受的价格销售剩余的股份。企业家的这个持有大量股份的动机导致了大股东的出现。例如，企业家的继承人可能拥有大量股份。如同拉·波塔、洛佩兹-德-希拉尼斯和史莱佛（1999）所证明的那样，家族经常是大量股
165 份的持有者。因为从控制权中能获得私人收益，一定数量的股份集中持有比分散持有更有价值，所有股份的持有者将会尝试整体销售。

难以理解的是，在一个大的公开企业里，为什么经理层或者其他的投资者会获得大量股份？我们能设想投资者或者经理层持有大量股份的很多理由，但没有经验证据表明这些理由的重要性。第一，经理层或者大股东可能获得股份以便从控制权中获得私人收益。第二，经理层或者大股东可能具有私人信息，信息显示股票价值被低估，而他们不希望这种低估导致投资者长期持有大量股份。第三，经理层获得股份以承诺一项政策能够使企业价值最大化并因此增加企业价值。第四，经理层可能持有股份以保持从控制权中获得私人收益。第五，大股东可能持有股份，因为它具有改变经理层最大化企业价值行为方式的能力。在所有这些情况中，获得股份是有利的，因为这种收益，只有在价格反映了一些或者所有对新的所有者带来的收益时，已有股东才会卖出股份。然而，在很多情况下，大量股份的持有是通过从企业直接获得的。例如，企业

可能发行股份给经理层或者投资者。有趣的是，来自日本和美国的经验证据都表明，销售大量股份给一个投资者（或者投资者的组织）的企业会增值。[24]

持有大量股份的动机增加了企业价值，降低了资本成本。其他动机可能具有相反的效果。如果经理层拥有少量股份或者不拥有股份，他可能一点都不担心股东的财富。所以，经理层股份的增加对于使经理层的动机与股东更一致是有积极效果的。它还可能通过降低接管溢价来防范接管者。[25]然而，随着管理层的股份增加，管理层能够有效地防止企业被接管，并能够追求自己的目标而不用担心来自市场的对公司控制权的限制。基于这些考虑，我们可以预期，企业的价值是管理所有权的凹 166
函数。莫克（Morck）、史莱佛和维希尼（1988）提供了美国的证据支持了这个预测。

关于日本或者德国体系中的所有权集中是否有价值的问题经常被讨论。基于我们的讨论，这个问题并不明确。在日本，企业经常存在相互持股的公司股东（银行和非银行）。这些相互持股通常是互惠的，所以A公司持有B公司的股份，而B公司也持有A公司的股份。这种结构能够监控管理层（见 Berglof and Perotti（1994）)，能够强制管理层注意集团中的其他企业。这种结构也导致公司接管很难实现。莫克和纳卡姆拉（Morck and Nakamura，1999）认为，公司交叉持股的动机阻止企业被接管。也就是说，同样的结构能够导致企业价值最大化或者是价值损失，因为不同企业的管理层能够彼此监控，但他们也可以勾结起来以保护他们的企业免受公司控制权市场的压力。

在一个封闭经济中，企业受到它所在经济的金融结构的约束，结果，如果该经济没有一个著名的股票交易所或者投资银行，企业就无所作为。在开放经济中，当其所在国的金融结构缺乏时，企业有时能够利用国外的金融结构。我们已经看到企业家能够在国外市场发行股票。然而，对于年轻企业来说，与已有企业相比，利用国外市场或者机构存在更实质的问题。

考虑在少数股东权利不能受到很好保护的国家和地区中的一个企业。该企业能够在保护少数股东权利方面建立起声誉，但这种声誉机制的作用是有限的。对于一个不需要外部融资的企业而言，该企业大股东没有理由通过承诺不侵犯少数股东权益来保持其声誉。结果，当一个企

业寻求外部融资时，声誉可能很难建立。然而，在国外市场上市能够帮助企业在一个保护少数股东权利不力的国家和地区中落脚。在国外上市，企业可能会面临不同的法律和不同水平的详细审查。企业能够在交易所上市，从而来承诺频率更高、更详细的信息披露。坎特尔（Cantale，1998）和富尔斯特（Fuerst，1998）开发了一个理论模型，在该模型中，企业通过在国外上市来显示它们的美好前景。167

4.4.2 公司控制权市场和管理层激励

如果公司控制权市场迫使管理层采取会降低企业的长期价值的行动，那么大股东对敌意接管的防范就能够促使管理层采取行动增加企业的长期价值。这引发了活跃的公司控制权市场如何影响经济增长的问题。一方面，这样的市场消除了无效的管理层；但另一方面，它导致管理层拒绝可能带来利润的投资。这是因为外部投资者和潜在的投标人可能不具有允许他们评估这种投资的盈利程度的信息。结果，当这种投资被采纳时，即使经理层所做的信息评估显示该项目是盈利的，企业的价值也可能下降。当管理层意识到潜在的投标者积极监督其行动时，如果信息不对称对投资决策来说是重要的，那么经理们就可能推迟或避免做出有关投资决策。从这种观点看，斯坦（Stein，1989）认为，将管理层从接管压力中解放出来可能是有价值的。

从这个角度出发，人们围绕研究与发展方面的投资做了很多研究。研发投资很难估价，因为企业无法对这种投资做出太多研究。所以人们可能认为，接管的压力会导致企业减少研究与发展方面的投资。虽然直觉上这种观点令人信服，但它缺乏经验支持。例如，穆尔布罗克等（Meulbroek et al.，1990）检验了采取反收购改善机制的企业在研究与发展方面的支出，发现没有证据表明，采取这种改善机制能增加研究与发展方面的支出。近来的研究也显示，与美国企业一样，日本企业在低迷时期也会迅速削减研究与发展方面的投资。[26]这意味着，在研究与发展方面的投资上，日本经济与美国经济可能没有什么不同。

有证据表明，经理层对待短期投资者的态度可能会影响美国经济中
168 的资本成本。如果经理层很看重短期投资者，当企业被低估时，它不太会去发行股票。出现这种情况的原因是，在这种情况下发行股票对于计划在短期内抛售股票的股东来说是昂贵的。随着股票发行，这些投资者

会因为他们的股权被稀释而遭受损失。因为一旦市场了解了企业的真实价值，他们将会离去，所以让企业发行股票，从而让其采纳有价值的项目，对他们来说是无济于事的。

所以，项目得不到融资的损失是短期主义必须付出的代价。有证据表明这种成本的存在。在美国，一家企业公告发行股票，股票价格就会下跌。如果经理层总是发行股票来为新的正净现值项目融资，并基于它的信息使企业价值最大化，那么发行股票并没有传递企业价值被低估的信息。有趣的是，在日本，当公告股票发行时，股票的价格并不下跌。在 20 世纪 80 年代，当一家企业公告发行股票时，股票价格实际上会上涨。[27]因此有人可能会认为，银行中心型经济会导致更有效的投资，因为企业能发行股票，所以企业不会放弃有价值的项目，而美国经济则不是这样，如果企业在美国，则会放弃这样的项目。基于已有的证据，这是一个似是而非的解释。[28]

如果关于日本证券发行的证据能被解释为管理层对长期的关注，那么问题是，这是否是因为敌意收购的缺乏呢？另一个问题是，如果日本的企业会被收购，那么他们是否还会采取同样的行为方式？这似乎是不同的。在一个敌意收购无法发生且可选择的治理机制不存在的经济中，短期主义似乎是监控管理层所付出的价格。在这种情况下，如果管理层无效率，也不可能通过接管来实现管理层更换，而且与管理层做出更好决策时的企业的价值相比，此时的企业价值会过低。不幸的是，除了迫使管理层更注重短期外，公司控制权市场还有一个缺点，那就是这种昂贵的机制遗留了很多未经检验的无效率命题。获得一个公司的控制权是昂贵的，所以投标者试图只在收入特别巨大时改变管理层。在美国，无
论一个人如何估量敌意收购，这种现象还是少之又少。这提出了监控管 169
理层的备择机制问题：当管理层表现不佳以至于被接管时，这种机制能够促进管理的绩效。

可以考虑如下机制：经理层能够影响企业被接管的可能性，此时接管市场在保证经理层绩效更优方面可能是有效率的，这一点非常重要。经理层能够提出反接管措施。而且，如果敌意接管发生，管理层也能够储存资源，并利用这些资源去打败接管者。所以，接管者能够辨别管理有效率的企业，但却无法接管它，因为管理层具有打败投标者的资源。在这种情况下，投标者可能强迫管理层出售不良的投资，吐出多余现

金，甚至发行债务以承诺未来将企业价值最大化。所以，接管将会使企业更加有效率。不幸的是，管理层可能击退投标的事实可能减少了投标发生的概率。这可能导致接管投标过少。

接管是稀少且珍贵的，但这并不意味着它们一般对企业没有影响。假定投标者无法分辨企业的价值低是因为错误的决策还是因为坏运气，如果价值下降，接管就存在风险。在这种情况下，经理层寻求承诺企业价值最大化的途径就很有价值。经理层可能通过不同的途径做出这样的承诺。可以通过组建更加独立、更有活力的董事会。可以通过改变它的报酬，使之与企业价值的改变有更密切的关系。可以通过回购股票，以发出信号表明企业的价值高于股票价格反映的价值。

经理层能够被替换掉，因为股东认为这样做将会增加企业价值。在企业运行良好时这也会发生，因为管理层没有把握住给股东创造财富的机会。这种情况很少，因为外部人很难知道，管理层因为缺乏能力或者远见而没有做出应该做出的投资。相反，更多的可能是，管理层因为企业经营不善而被替换掉。这时，股东的治理作用经常是次要的。当企业
170 经营不善，债权人起很大的作用，因为他们能够让企业破产。这意味着当股东们面临集体行动的额外成本时，就无法起作用，此时债权人就能够有效监控管理层。

4.4.3 债务和管理激励

债务通过防止管理层过度投资和监控管理层来对其进行约束。结果，管理层通常更喜欢低的财务杠杆。伯杰、奥菲克和约马克（Berger，Ofek and Yermack，1997）提供了这方面的证据。然而，有证据表明，如果不执行低财务杠杆政策能够防止企业被接管，管理层就不会执行。通过发行债务，管理层能够承诺资产销售政策，以使企业更加集中或者能够为回购股票进行融资。[29]无论是哪种情况，企业价值都可能充分增加，使敌意收购不再可能。保守的资本结构给予了管理层更多的自由裁量，因为他能够选择更有风险的项目，而无须担心因为失误而丢掉他的职位或者权利。然而，当企业拥有好的投资机会时，管理层的自由裁量可能是有价值的。财务杠杆过高的企业可能无法投资于新项目，因为股东不希望筹集新的资金。[30]对于这样的企业来说，筹集新的资金会减少股东财富，因为新的资金增加了债务的价值。

不同国家和地区的财务杠杆是不同的，但其中一些差别似乎被夸大了。虽然银行中心型系统经常被认为比盎格鲁撒克逊经济拥有更高的财务杠杆，但大多数对财务杠杆的度量结果却表明，日本企业并不系统性地比美国企业具有更高的财务杠杆。[31]然而，20 世纪 80 年代中期以前的日本企业的确通常拥有银行贷款，而仅有微不足道的公开贷款。企业负债的组成和企业负债的数量一样重要，但是对解释企业负债数量的金融文献的关注远大于对解释企业负债组成的金融文献。

关于财务杠杆的极端观点是破产拥有很低的成本。在这种情况下，较高的财务杠杆起到激励和监控的作用。犯了错误的管理层以无法偿还负债而告终。所以，企业将拖欠负债，而债权人将决定采取相应的措施。[32]管理层可能被替换掉，但也可能是管理层被保留，而企业被供 171
给更多的资源。虽然破产和拖欠负债变得昂贵，负债的这些好处依然存在，但最佳负债率降低。然而，这些讨论的关键在于，财务杠杆的好处是债权人能够有效实施干预，以实现企业利润最大化。如果企业状况不佳就可能拖欠负债，那么只有企业的各层债务都能以较低的债权人集体行动成本筹集到资金，财务杠杆的好处才能实现。

当债务是公开债务时，债权人的集体行动成本就很高。此时，任何负债条款的改变都要求债权人的一致同意。相反，如果有非公开负债，所有权往往是集中的。这意味着非公开债权人能够直接与经理层协商。只有在企业难以偿还负债时，债权人才能影响管理层。否则，债权人不具有法律权利，经理层可以安全地忽略他们。这种负债特征的结果是，企业发行的负债的类型对债权人能够监控管理层的程度有关键影响。一种极端的情况是，企业能够发行长期无息负债。这种负债不会引发对管理层的监控，直到负债到期。这是因为在负债到期之前不存在偿还负债的问题。假定另一种情况，即企业拥有能够展期的短期负债。这时，每次可能的展期都会成为债权人监控管理层的机会。

展期为债权人创造监控管理层机会的程度主要依赖于金融结构。为了明白这一点，考虑一个极端的情况，即非公开债权人面临来自资本市场的激烈竞争。在这种情况下，只要企业还不至于拖欠负债，如果它的价值不会太低，经理层就能够发行公开债券。这意味着非公开债权人在债务展期上几乎没有能力监控管理层。在另一种极端情况下，如果没有可供选择的资金来源，那么债权人就对企业有控制力。破产和拖欠债务

的成本对债权人监控企业的能力也有特别重要的影响。如果拖欠债务和破产的成本很大，债权人就没有谈判能力，并且也无法监控。这是因为他们不能保留资金。

172 这是从这个讨论得出的结论，即当部分短期债权人集体行动的成本很低时，短期负债能够成为监控管理层的特别有力的工具。在这种情况下，负债无法成为公开负债。然而，这就假设了，如果贷款展期能够创造价值，债权人就会这么做。银行是非公开债务的主要提供者，如果有时它没有可供贷款展期的资源，那么从短期债务获得的利润就会减少，因为缺乏资金，短期融资会强迫企业放弃有价值的项目。例如，康和舒尔茨（Kang and Stulz，2000）提供了日本的证据，证明当银行经营不善时，企业对银行的依赖就很昂贵。他们发现，20 世纪 80 年代末对银行比较依赖的企业在 20 世纪 90 年代初经历了一次剧烈的股票下跌，并且比对银行不太依赖的企业投资少。当银行融资不完全可靠时，长期负债变得更加有价值，但如果可获得可靠的短期负债，企业的价值会更大。从这种观点出发，一个强健的银行业部门很重要，不是因为它能够提供资金，而是因为它能够使监控管理层成为可能。这种监控作用体现在美国的证据是，银行贷款展期的公告对企业的价值有重要的积极影响，而企业首次发行公开负债的公告对其股票价格有重要的负面影响。[33]康（1993）提供了银行对日本企业的监控作用的证据，他提出，在美国，当企业拥有一家主银行时，企业将会有更好的业绩，因为市场对它们的业绩公告会有更有利的反应。

银行很重要，但是除非它们持有企业的股份，否则它们更加关心回报而不是企业价值。也就是说，中介融资能够保证经理层不至于过分降低企业价值，但无法保证经理层会尽力增加企业价值。[34]如果银行持有股份，那么它们将更关心企业的价值。然而，让银行持有股份的成本使它们变得更脆弱。

需要解释一下关于要求银行监控管理层这个似是而非的观点。如果一个非金融企业的管理层必须受到监控，那么为什么银行的管理层将会这么做，谁来监控银行的管理层呢？这个问题有两个简单的解释。首先，银行使贷款多样化。戴蒙德（1984）提出，因为这个原因，让银行

173 投资者去评估管理层的绩效，比非多样化企业评估管理层的绩效更容易。其次，银行拥有相当可观的短期资金。所以，如果银行的管理层做

出了错误的决策，因为短期资金的提供者——储户——撤出他们的资金，所以原则上惩罚很迅速。[35]从这个观点看，银行的救援行动普遍有成本：它们降低了银行管理层的效率，并因此降低了整体经济效率。然而，同时，如果银行资金短缺，项目就不得不中断。

有证据表明，在日本系统中，困境和拖欠负债的含义与在美国系统中不同。日本银行似乎比美国银行干涉得更快，财团中的企业似乎能够获得更多的资金去弥补困境。[36]有证据表明，美国银行不愿意进行贷款条款的谈判，所以与公开债务相比，银行债务在灵活性方面并不具有优势。[37]然而，受到资本金要求约束的银行几乎没有谈判的余地。情况甚至可能是银行允许企业继续进行价值为负的经营活动，而银行则为这些活动提供资金以防止债务拖欠。所有这些都意味着，依靠银行去监控经理层主要取决于银行有能力并且有动机去这么做。

4.4.4 金融结构和已有企业

那么，对于已有企业，金融结构必须确保管理层受到监控，大股东无法剥削其他资本提供者。金融结构的下列特征有助于实现这个目标：

1. 法律和法律的执行预防管理层和大股东剥夺拥有索取权的人，特别是少数股东。

2. 公司控制权市场限制经理层利用他的自由裁量去实现自己的目的。

3. 因为信息不对称的存在，当根据经理层关于企业真实价值的信息做出的投标价格过低时，企业必须具有保护自己不受敌意收购的能力。否则，管理层将会因为信息不对称的严重性而回避投资。 174

4. 大股东在监控管理层时起重要作用。所以法律不应该试图阻止这种股东的存在或者阻止大股东之间的协调。

5. 财务杠杆是重要的监控工具。虽然管理层通常更喜欢低的财务杠杆，债务的约束作用还是有好处的。所以，我们能够预期，不处罚负债的金融结构更容易发展。

6. 原则上，银行负债特别有价值，因为它具有低的集体行动成本，并且灵活。

7. 为了让财务杠杆起作用，破产必须是便宜的，而且债权人的权利必须被很好地界定。

8. 如果银行融资在经济中起适当作用，那么金融稳定就很关键。没有这种稳定，灵活融资这种重要的行为便无法发生。

9. 企业必须能够将股权置换给私人投资者。

从这一部分可以很清楚地知道，经济增长和公开资本市场之间的关系是不明确的。与通过其他渠道融资并可能拥有大股东的企业相比，只通过个人小投资者进行融资的企业，陷入困境和破产的成本往往更高，它的管理层受监控程度也更低。如果接管很难或者几乎不可能，只要企业不陷入困境，通过大量个人小投资者融资的企业的管理层几乎不受监控。而且，当信息严重不对称时，公开融资似乎太昂贵。因此，太过于依赖从资本市场融资的经济可能会青睐工业这个信息不对称问题不严重的产业。虽然保护少数股东很重要，人们也担心谁将会监控管理层。如果管理层不被充分监控，大企业可能会以过度投资告终。然而，清楚的是，银行和市场都很重要。中介融资对于已有企业有重要作用，但资本市场也是。

4.5 金融结构对增长的影响

175 这一部分讨论的是支持本章前面所研究内容的经验证据。一本近期的文献提出，和我们的定义很相同的金融结构对金融发展和经济增长起重要作用。随着国家和地区的发展，我们预期它们的金融结构也将会改变。这使得讨论金融结构对金融发展和经济增长的独立影响很困难。拉·波塔等（1997，1998）的论文已经成功地进行了这方面的经验实证。他们已经证明了在一国金融和经济发展中法律体系起源的重要性。在论文中，他们提出习惯法国家和地区的金融发展与民法（成文法）国家和地区有显著不同。因为一个国家和地区的法律系统是由几个世纪前的一些事件决定的，通常是通过殖民，所以似乎不能说金融和经济发展影响了国家和地区法律系统的起源。拉·波塔等（1998）提出，如果法律系统不能很好地保护小股东，所有权会更加集中，而习惯法国家和地区却能更好地保护小股东。拉·波塔等（1997）还提出在习惯法国家和地区中，股权市场和外部融资更加重要。在其他的结论中，他们指出，民法国家和地区较少首次公开发行证券。莫迪利亚尼和佩罗特（Modi-

gliani and Perotti，1998）认为，法律保护越差，与股权融资相比，债权融资就越重要，他们还发现了一些支持这一结论的数据。

虽然关注法律保护的研究已经非常成功，然而仍存在三个必须被充分研究的限制。第一，一国的法律起源是在很久以前决定的。[38]这使得区分以下两种情况存在困难，其一是法律起源解释了金融市场的重要性，其二是法律起源与解释金融市场重要性的变量偶然相关。如果随着时间流逝，法律起源和其他变量影响了金融市场的重要性，对被忽略变量的重要性的争论点可能能够被解决。不幸的是，法律起源是常数。第二，对第二次世界大战以后的研究，法律起源变量已经具有相当的解释力。然而，美国在 19 世纪对小股东的保护并不力。如同雷金和津格利 176
斯（Rajan and Zingales，1999）所强调的，在很多国家和地区，在 20 世纪前半叶对市场的态度有了巨大的改变，所以热衷于对市场进行部署的国家和地区停止了如此部署。法律起源无法解释这些改变。

第三，法律起源或者其他法律变量的政策适当与否并不清楚。对于法律起源无所作为。一个国家和地区可能被鼓励改变关于保护少数股东权益的法律并执行这些法律。然而，改变法律或者执行法律本身是否将有很大影响，这并不清楚。它并不遵从这样的事实，即，当缺乏对少数股东的保护时，金融市场是脆弱的，只有当少数股东受到保护时，金融市场才是稳健的。现有的经验研究没有包括改变这些法律或者执行这些法律的程度的国家和地区。对这种国家和地区的研究将提供一个很好的评估法律变量重要性的自然实验。

德米尔古克-肯特和马克斯诺维奇（1998）提供了外部融资的利用程度与一国金融市场的特性之间关联性的证据。他们发现法律越受到尊重，企业对外部融资的利用就越多。他们还提出，股票市场的良好运行会增加企业的外部融资。雷金和津格利斯（1998）提供了一个补充观点，他们提出，在美国比较依赖于外部融资的产业，在金融发展更好的国家和地区中能够成长得更快。金和莱文（King and Levine，1993）以及莱文和泽沃斯（Levine and Zervos，1993）认为，更大的金融发展会加快经济增长。在其他变量中，这种增长与股票市场活动有关。莱文（1999）提出，金融中介部门的度量值与债权人权利和合同执行的度量值之间具有相关性。然后他检验了这些金融中介发展对经济增长的决定性这一方面，并且发现了显著影响。

在本章，我们考虑了金融结构中很多的组成部分。所以，弄清楚哪

一个因素对于经济增长而言最重要是有用的。莱文（1999）组织了一次赛马式的研究，一方面，他比较增长和法律变量之间的关系，另一方面，他比较增长和银行的重要性之间的联系。他发现的证据表明法律变
177 量有助于增长的实现，而银行的重要性则无助于此。证据显示，其他变量保持不变时，银行相对重要性的增长对经济增长没有影响。然而，银行的重要性是内生决定的。银行会因为市场发展的阻碍或者因为政策干涉而变得重要。所以，一个大的银行业部门可能是市场力量运行扭曲的证据，这与较快的增长无关。然而，此证据显示，银行的相对重要性并非是解释经济增长的有用变量。

除了近期的多国证据之外，还有很多国家和地区的层面证据表明，筹资来源和治理机制对于企业而言很重要。特别是在这方面，有很多的证据比较了日本企业与美国企业。关于德国企业的证据比较少。如同在导论中提到的，这种比较的传统观点是，日本企业有相当大的股份由稳定的法人股东持有，高财务杠杆，银行融资，没有敌意收购者。相反，美国企业有个人小股东，低财务杠杆，银行融资少，有敌意收购者。在某种意义上这种强烈的对比是正确的。然而，现在不总是这样了。日本企业依然被法人股东实质持有。不考虑日本经济从 1990 年开始的困境，这些持股已经从总体上缓慢减少了。除了少数例外，日本仍旧没有敌意收购者。然而，银行和银行融资的重要性在最近 15 年稳定下降。这种下降有三方面的原因。第一，当企业受债务约束时，银行是最受影响的。随着日本企业产生大量现金流，它们日益独立于银行，因为银行融资不太重要了。第二，违反常规使日本企业有可能从其他来源获得资金，而不是银行。第三，自从 20 世纪 90 年代早期开始，日本银行遭遇了资金短缺，这降低了它们贷出新资金的能力。

日本银行重要性的下降表明，日本的银行中心型系统的顶峰地位可能因为两个原因而不再稳固。第一，经理希望独立于银行，如果他们能够这么做的话，所以他们努力规避银行的影响。只有当企业在偿还银行
178 贷款方面遇到困难，银行才能够防止经理独立，否则就不能。[39]第二，当一国与国外的交易变得自由时，企业能够从国外获得资金来源。[40]这限制了银行的影响。所以，日本银行中心型系统的演进，意味着日本系统与美国系统的对比不应该被解释为，如果有人希望重建日本系统，就能够在实际上重建它。日本银行在融资和企业治理方面长期扮演关键

角色，这不是金融计划者所决定的，也不意味着这对经济增长而言最好，而是因为这些银行具有足够的政治力量去保持对市场的控制。[41]

有相当多的证据表明，日本系统使企业获得低的资本成本。第一，星、卡夏和沙夫斯坦（Hoshi，Kashyap and Scharfstein，1991）提出，属于财团的日本企业的投资对流动性不太敏感。对流动性的投资敏感经常被视为我们早先所讨论的资本成本的直接反映。例如，法扎雷、哈伯德和彼得森（Fazzari，Hubbard and Petersen，1988）认为当企业面对更大的困难时，对流动性的投资独立性和外部融资的成本将增加，他们还提供了美国的证据来支持这一点。星等的证据似乎揭示了美国和日本决定投资因素的不同。从我们的分析出发，我们可以预期，如果在衰退时期资金能够更加容易地获得，并且对资金的使用能够受到更加有效的监控，那么这将会成为可能。一些作者——例如，卡普兰和明顿（1994）以及康和希达萨尼（1997）——证明，当一家企业面临困难时，银行是活跃的。它们提供资金，改变管理层，并提供专门技术。然而，这种对证据的解释并非没有争议。莫克和纳卡姆拉（1999）认为，这只是因为财团支持它们陷入困境的成员。

越来越多的证据所涉及的第二个方面是，日本的信息不对称不太重要。早先我们曾解释说信息不对称增加了资本成本。然而，关于信息不对称的证据有些间接。从美国的证据看，我们知道信息不对称导致了那种股票价格对信息敏感的有价证券的发行有负面反应。在日本观察不到这些股票价格的负面反应。而且，德温特和沃瑟（Dewenter and Warther，1998）最近提出，日本企业制定股利分配政策的方式与美国企 179
业不同。与日本企业相比，似乎美国的企业更关注股利改变方面的信息。

我们刚刚综述的证据没有告诉我们企业是否投资过度。企业最大的投资往往是收购其他企业。有相当多的美国的证据表明，自从 20 世纪 80 年代早期开始，当一家企业公告它正在出价购买另外一家企业时，市场会有不良反应。对此证据的一个可能的解释是，这些投标并不会给股东带来收益。然而，另一个可能的解释是，投标揭示出那家企业不具有投资机会。有趣的是，日本的证据有些不同。平均而言，当日本的投标者公告了它们收购企业时，它们会获得正的异常回报。而且，这些正的异常回报似乎与主银行的影响紧密相关，所以这意味着银行关系能够

促使企业做出更好的投资决策。近来的很多研究关注多样化经营的企业所作的投资。有证据表明，多样化经营企业在美国的打折出售与专有企业的合理组合相关，这种证据被视为多样化经营企业的投资无效率。有趣的是，林斯和瑟维斯（Lihs and Servaes，1997）提出，在德国没有多样化经营折扣，在日本，多样化经营折扣是美国的一半。有人可能会由此下结论认为，在日本和德国的投资效率较高。然而，对企业层次的多样化经营的一个著名的讨论认为，当信息不对称使企业很难从外部筹资时，多样化投资创造了一个外部资本市场，使企业能够进行有效投资。所以在日本和德国，多样化经营可能更有价值，因为它们的外部资本市场还没有很好地发展。在最近的论文中，福弗、休斯敦和纳兰霍（Fauver，Houston and Naranjo，1998）提出，在大量国家和地区中，多样化经营折扣与金融结构密切相关。更特别的是，多样化经营的价值似乎与资本市场发展水平以及对股东保护程度负相关。

国家和地区的层次证据显示，在金融结构不同的国家和地区，企业的表现也不同。然而，我们必须小心不要高估了这些差异。例如，卡普
180 兰（1994）提出，日本和美国在如何支付报酬给经理人员和如何解雇经理人员方面的不同似乎不具有经济上的重要性，雷金和津格利斯（1995）提出，日本和美国的财务杠杆决策能被类似的变量解释。我们也需要小心记住，国家和地区的层次研究关注金融结构的特别方面。结果，金融结构完全可能具有积极影响，也完全可能具有消极影响。

所以，对国家和地区的研究必须更多地被视为是与金融结构相关的证据，而不应被视为是一种类型的金融结构决定其他类型的金融结构的证据。

4.6 结　论

隐藏信息和隐藏行动问题会对企业的资本成本产生负面影响，金融结构决定了企业能够限制这种负面影响的程度。如果金融结构不良，资本成本将过高，以至于企业家很难创建企业，而且这些企业也很难有效地投资。从本章提供的分析出发，我们应该很清楚，金融中介和资本市场对于经济增长的有效发生都起关键作用。金融结构必须被设计得使金

融中介和资本市场都能够有效地发挥作用。

本章的分析主要是静态的，因为我们已经讨论过，金融结构的特征是有价值的。这部分分析的关键是金融结构必须让金融中介和投资者发展专用知识，这种知识能提高他们对企业的利用和对企业的监控。结果，金融结构以稳健和所有权而繁荣。不确定的管制环境、政治干预和具有危机倾向的经济减少了从发展专用知识中获得的收益。如果胡乱操作的话，对于破坏既定关系的银行业危机而言更是如此，所以当它们发生，不仅伤害了当前的增长，还伤害了将来的增长。

宏观经济稳定和金融结构之间存在着复杂关系，这种关系需要被进一步研究。一般来说，如果金融结构发育不良，长期关系将不存在。不良的破产法会增加短期负债溢价，因为这种负债给予债权人在拖欠债务 181
发生之前撤资的机会。然而，短期负债本身能够成为不稳定的根源，因为对银行的外生冲击会迫使它们从企业撤资，从而会迫使企业削减投资，因此放大了对银行的冲击。类似地，在不具备对冲外汇风险的能力时，不良的金融结构能够迫使企业寻求离岸融资。这又会增加不稳定性，因为这种融资对宏观经济、汇率冲击以及政策风险敏感。这并不意味着，这种融资必须被征税或者被限制。如果有人试图这么做，可能发生的投资就会被削减。更恰当地说，它意味着企业从国外借款将对本地货币借款产生阻碍，这应该受到限制。结果，允许企业获得更多稳定的融资，会促进一国金融结构模式效率的提高，也会降低宏观经济不稳定性。

金融市场全球化和资本账户自由化提出了关于金融结构作用的重要问题，这个问题需要进一步研究。在本章，我已经强调，全球化使已有企业经常能够绕过很多本地金融结构。这对新企业来说要难得多，通常是不可能的。这些企业依赖于中介融资，这种融资通常无法从国外获得。如果全球化意味着金融中介更大的不稳定性，那么这种企业将会受到全球化的负面影响。然而，全球化能够促进金融中介的稳定性。特别是，有了金融自由化，本地金融中介能够从国外获得资金，能够在国外将风险多样化，所以它们变得更加独立于本地的冲击。通过增加本地企业的竞争和提供给本地企业更多的融资选择，全球化也能够促进本地中介融资。

参考文献

Admati, Anat R., and Paul Pfleiderer. 1994. Robust financial contracting and the role of venture capitalists. *Journal of Finance* 49: 371–402.

184 Allen, Franklin, and David Gale. 1995. A welfare comparison of intermediaries and financial markets in Germany and the U. S. *European Economic Review* 19: 179–209.

Arrow, Kenneth J. 1979. Pareto efficiency with costly transfers. *Economic Forum* 10: 1–13.

Asquith, Paul, Robert Gertner, and David Scharfstein. 1994. Anatomy of financial distress: An examination of junk-bond issuers. *Quarterly Journal of Economics* 109: 625–658.

Barclay, Michael, and Clifford Holderness. 1989. Private benefits from control of public corporations. *Journal of Financial Economics* 25: 371–395.

Berger, Philip G., Eli Ofek, and David L. Yermack. 1997. Managerial entrenchment and capital structure decisions. *Journal of Finance* 52: 1411–1438.

Berglof, Erik, and Enrico Perotti. 1994. The governance structure of the Japanese financial keiretsu. *Journal of Financial Economics* 36: 259–284.

Berle, Adolf, and Gardiner Means. 1932. *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan.

Bhide, Amar. 1993. The hidden cost of stock market liquidity. *Journal of Financial Economics* 34: 31–51.

Black, Bernard S., and Ronald J. Gilson. 1998. Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics* 47: 243–277.

Boot, Arnoud W. A., and Anjan V. Thakor. 1998. Can relationship banking survive competition? Unpublished working paper, University of Michigan, Ann Arbor, Michigan.

Cantale, Salvatore. 1998. The choice of a foreign market as a signal. Unpublished working paper, A. B. Freeman School of Business, Tulane University, New Orleans, LA.

Coffee, John C. Jr. 2000. Convergence and its critics: What are the preconditions to the separation of ownership and control. Working Paper No. 179, The Center for Law and Economic Studies, Columbia Law School, New York, NY.

Datta, S., M. Iskandar-Datta, and A. Patel. 2000. Some evidence on the uniqueness of initial public debt offerings. *Journal of Finance* 55 (2): 715–743.

Demirgüç-Kunt, Asl?, and Vojislav Maksimovic. 1998. Law, finance, and firm growth, *Journal of Finance* 53 (6): 2107–2137.

Dewenter, Kathryn L., and Vincent A. Warther. 1998. Dividends, asymmetric information, and agency conflicts: Evidence from comparison of the dividend policies of Japanese and U. S. firms. *Journal of Finance* 53: 879–904.

Diamond, Douglas W. 1984. Financial intermediation and delegated monitoring. *Review of Financial Studies* 51: 393–414.

Diamond, Douglas W. 1991. Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of Political Economy* 99: 689–721.

Diamond, Douglas, and Raghuram Rajan. 2000. A theory of bank capital. *Journal of Finance* 55 (6): 2431–2465.

Fama, Eugene F. 1978. The effects of a firm's investment and financial decisions. *American Economic Review* 68: 272–284.

Fauver, Larry, Joel Houston, and Andy Naranjo. 1998. Capital market devel- *185*
opment, legal systems, and the value of corporate diversification: A cross～country analysis. UnPublished working paper, University of Florida, Gainesville, FL.

Fazzari, Steven M., Robert Glenn Hubbard, and Bruce C. Petersen. 1988. Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 1: 141–195.

Fuerst, O. 1998. A theoretical analysis of the investor protection regulations: Argument for global listing of stocks. Working paper, Yale School of Management, New Haven, CT.

Glaeser, Edward. S., and Andrei Shleifer. 2000. Legal origins. Unpublished working paper, Harvard University, Cambridge, MA.

Gomez, Armando. Forthcoming. Going public without governance: Managerial reputation effects. *Journal of Finance*.

Gompers, Paul A. 1995. Optimal investment, monitoring, and staging of venture capital. *Journal of Finance* 50: 1461–1489.

Grossman, Sanford, and Oliver Hart. 1980. Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation. *Bell Journal of Economics* 11: 42–64.

Hall, B. J., and D. E. Weinstein. 1996. The myth of the patient Japanese: Corporate myopia and financial distress in Japan and the United States. Unpublished working paper, Harvard University, Cambridge, MA.

Harris, Milton, and Artur Raviv. 1990. Capital structure and the informational role of debt. Journal of Finance 45: 321–350.

Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Scharfstein. 1991. Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese industrial groups. *The Quarterly Journal of Financial Economics* 106 (1): 33–60.

James, Christopher. 1987. Some evidence on the uniqueness of bank loans. *Journal of Financial Economics* 19: 217–235.

Jensen, Michael C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and take-over. *American Economic Review* 76: 323–329.

Kang, J.-K. 1993. The international market for corporate control: Mergers and acquisitions of U. S. firms by Japanese firms. *Journal of Financial Economics* 34: 345–372.

Kang, J.-K., and A. Shivdasani. 1997. Corporate restructuring during performance declines in Japan. *Journal of Financial Economics* 46: 29–65.

Kang, J.-K., and René M. Stulz. 1996. How Different Is Japanese Corporate Finance? An Investigation of the Information Content of New Security Issues. *Review of Financial Studies* 9: 109–139.

Kang, Jun-Koo, Yong-Cheol Kim, K. Park, and René M. Stulz. 1995. An analysis of the wealth effects of Japanese off shore dollar-denominated convertible and warrant bond issues. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 30: 257–270.

186 Kaplan, S. N. 1994. Top executive rewards and firm performance: A comparison of Japan and the United States. *Journal of Political Economy* 102: 510–546.

Kaplan, S. N., and B. A. Minton. 1994. Appointments of outsiders to Japanese boards: Determinants and implications for managers. *Journal of Financial Economics* 36: 225–258.

Kato, K., and J. S. Schallheim. 1993. Private equity financings in Japan and corporate grouping (Keiretsu). *Pacific-Basin Finance Journal* 1: 287–307.

Kim, Y.-C., J.-K. Kang, and R. M. Stulz. Forthcoming. The underreaction hypothesis and the new issue puzzle: Evidence from Japan. *Review of Financial Studies*.

King, Robert G., and Ross Levine, 1993. Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics* 108. 717–737.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54: 471–517.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1997. Legal determi-

nants of external finance. *Journal of Finance* 52: 1131−1150.

La Porta, R. , F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy* 106: 1113−1156.

La Porta, R. , F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny. 2000. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics* 58 (1): 3−27.

Leland, Hayne E. , and David H. Pyle. 1977. Information asymmetry, financial structure, and financial intermediation. *Journal of Finance* 32: 371−387.

Lerner, Josh. 1995. Venture capitalists and the oversight of private firms. *Journal of Finance* 50: 301−318.

Levine, Ross. 1997. Financial development and economic growth: Views and agenda. *Journal of Economic Literature* 35: 688−726.

Levine, Ross. 1999. Law, finance, and economic growth. *Journal of Financial Intermediation* 8 (1 /2): 36−67.

Levine, Ross, and Sara J. Zervos. 1993. What we have learned about policy and growth from cross-country regressions? *American Economic Review* 83: 426−430.

Lins, Karl, and Henri Servaes. 1997. International evidence on the value of corporate diversification. Working paper, University of North Carolina, Chapel Hill, NC.

Lummer, Scott L. , and John J. McConnell. 1989. Further evidence on the bank lending process and the capital market response to bank loan agreement. *Journal of Financial Economics* 25: 99−122.

Macey, Jonathan R. , and Geoffrey P. Miller. 1997. Universal banks are no the answer to America's corporate governance 'problem': A look at Germany, Japan, and the U. S. *Journal of Applied Corporate Finance* 9 (Winter): 57−73.

Maug, Ernst. 1998. Large shareholders as monitors f Is there a tradeoff between liquidity and control? *Journal of Finance* 53: 65−98.

Merton, Robert. 1995. A functional perspective of financial intermediation. *Financial Management* 24: 23−41.

Meulbroek, Lisa K. , Jeffry Netter, Mark Mitchell, Arnold Mulherin, and Annette Poulsen. 1990. Shark repellents and managerial myopia. An empirical test. *Journal of Political Economy* 98: 1108−1117.

Modigliani, F. , and E. Perotti. 1998. Security versus bank finance: The impor- 187
tance of proper enforcement of legal rules. Unpublished paper, University of Amsterdam.

Morck, Randall, and Masao Nakamura. 1999. Banks and corporate control in

Japan. *Journal of Finance* 54: 319–339.

Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. 1988. *Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers in Corporate Takeover*: Causes and Consequences, 101–129. National Bureau of Economic Research Project Report Series. Chicago and London: University of Chicago Press.

Myers, Stewart. 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal Of Financial Economics* 5: 147–175.

Myers, Stewart. 2000. Outside equity financing. Unpublished working paper, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, MA.

Rajan, Raghuram. 1992. Insiders and outsiders: The choice between relationship and arm's length debt. *Journal of Finance* 47: 1367–1400.

Rajan, Raghuram, and Luigi Zingales. 1995. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance* 50: 1421–1460.

Rajan, Raghuram, and Luigi Zingales. 1998. Financial dependence and growth. *American Economic Review* 88: 559–586.

RaJan, Raghuram, and Luigi Zingales. 1999. The politics of financial development. Unpublished working paper, University of Chicago, Chicago, IL.

Roe, Mark J. 1987. The voting prohibition in bond workouts. *Yale Law Journal* 97: 232–279.

Rosenbluth, Frances McCall. 1989. *Financial politics in contemporary Japan*. Ithaca, NY: Cornell University Press.

Safieddine, Assem, and Sheridan Titman. 1999. Leverage and corporate performance: Evidence from unsuccessful takeovers. *Journal of Finance* 54: 547–580.

Sharpe, Steven A. 1990. Asymmetric information, bank lending, and implicit contracts: A stylized model of customer relationships. *Journal of Finance* 45: 1069–1087.

Shleifer, Andrei, and Robert Vishny. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94: 461–488.

Shleifer, Andrei, and Daniel Wolfenson. 2000. Investor protection and equity markets. Working paper 7974, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Stein, Jeremy C. 1989. Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior. *The Quarterly Journal of Econonlics* 104: 655–669.

Stiglitz, J.-E., and Andrew Weiss. 1981. Credit rationing in markets with im-

perfect information. *American Economic Review* 71: 393-410.

Stulz, René M. 1988. Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics* 20: 25-54.

Stulz, René M. 1990. Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics* 26: 3-27.

Stulz, René M. 1995. Globalization and the cost of capital: The case of Nestlé. 188
European Financial Management 8: 30-38.

Subrahmanyam, Avanidhar, and Sheridan Titman. 1999. The going-public decision and the development of financial markets. *Journal of Finance* 54: 1045-1082.

Townsend, Robert M. 1979. Optimal contracts and competitive markets with costly state verification. *Journal of Economic Theory* 21: 265-293.

Thurow, L. 1992. Head-to-head: *The coming economic battle among Japan, Europe, and America*. New York: Warner Books.

Weinstein, D. E., and Y. Yafeh. 1998. On the costs of a bank centered financial system: Evidence from the changing main bank relations in Japan. *Journal of Finance* 53: 635-677.

Winton, Andrew. 1993. Limitation of liability and the ownership structure of the firm. *Journal of Finance* 48: 487-512.

Wolfenzon, Daniel. 1999. A theory of pyramidal ownership. Unpublished working paper, Harvard University, Cambridge, MA.

Wruck, K. H. 1989. Equity ownership concentration and firm value: Evidence from private equity financings. *Journal of Financial Economics* 23: 3-28.

Zingales, Luigi. 1994. The value of the voting right: A study of the Milan stock exchange experience. *Review of Financial Studies* 7: 125-148.

【注释】

[1] 见莱文（1997）对金融如何影响增长的回顾。

[2] 这里我定义的完美资本市场是这样的市场，不存在交易成本，不存在合同成本，不存在税收，不存在信息不对称，对金融资产交易不存在约束。

[3] 瑟罗（1992）。

[4] 见 Weinstein and Yafeh（1998）。

[5] 回顾见莱文（1997）。

[6] 见 Fama（1978）。

[7] 见法扎雷、哈伯德和彼得森（1988）对这个楔子和它对投资平衡的含义的讨论。

[8] 见斯蒂格利茨和韦斯（1981）。

[9] 史莱佛和沃尔芬逊（Shleifer and Wolfenson，2000）提供了一个模型，该模型将法律执行与企业价值和企业家现金流所有权联系起来。在他们的模型中，如果法律执行不力，那么企业家在投资时不得不花费更多。结果，如果法律执行不力，项目的规模会随着缩小，因为企业家的资源是有限的。模型中因为项目有最低投资规模的要求，所以启动的项目将更少。

[10] 见 Admati and Pfleiderer（1994）。冈玻斯（Gompers，1995）提供了关于多阶段融资的经验证据。

[11] 从历史上看，存在过无限责任的证券。特别是，20 世纪 30 年代以前，美国的银行股权经常不具有有限责任。因此，如果银行的资本减少，股东会被号召追加更多的投资。见温顿（Winton，1993）关于有限责任的理论和长期以来它如何演进的讨论。

[12] 见 Roe（1987）。

[13] 见 Townsend（1979）。

[14] 见 Sharpe（1990）和 Rajan（1992）。

[15] 布特和萨克（Boot and Thakor，1998）认为，与资本市场类似，银行提供的关系贷款取决于银行业部门之间的竞争。

[16] 迈耶斯（Myers，2000）讨论了在企业家防止自己的努力被寻租行为侵蚀的过程中，公开市场成为一种途径的作用。布莱克和吉尔森（Black and Gilson，1998）认为，只有在股票市场导向型经济中才会存在动态风险资本部门，银行主导的经济中不存在，他们还认为，这是因为风险资本需要有退出选择，而这种退出选择通过进入资本市场来实现。

[17] 萨布雷曼耶和蒂特曼（Subrahmanyam and Titman，1999）开发了一个模型，在该模型中，当投资者花费资源来获得关于企业的信息，从而得到了不同的信息和补充的信息时，企业从资本市场寻求资本。在这种情况下，公开融资是有价值的，因为公开市场有效地集合了这些分散的信息。相反，如果更多的投资者花费资源来获得相同的信息是无效率的，从而投资者将会获得同样的信息，在这种情况下，企业会寻求私人融资。

[18] 见勒纳（Lerner，1995）的证据，证明企业获得风险资本有助于美国金融。

[19] 詹森（Jensen，1986）认为，自由现金流，也就是，不需要为有价值的项目融资的现金流，创造了代理成本。

[20] 见舒尔茨（1990）关于这个问题的分析。

[21] 见 Maug（1998）。

[22] 见沃尔芬龙（Wolfenzon，1999）的金字塔分析。

[23] 例如，见利兰和派尔（1977）。

[24] 例如，见卢克（Wruck，1989）关于美国与卡托和沙尔赫姆（Kato and Schalheim，1993）和康和舒尔茨（Kang and Stulz，1996）关于日本。

[25] 见舒尔茨（1988）关于这种效应的模型。

[26] 见 Hall and Weinstein（1996）。

[27] 见 Kang and Stulz（1996）。

[28] 钦、康和舒尔茨（即将出版）认为，在日本发行股票的企业具有负的长期股票异常回报。如果有人将这些长期异常回报加到事件异常回报中，那么对在日本发行股票的股票价格的反应与对在美国发行股票的股票价格的反应将没有不同。然而，如果有人相信金融市场是有效的，然后他们网罗所有来自公司事件的信息并立即将之反映在股票价格上，那么日本的证据就与美国的证据相反。

[29] 见萨菲迪尼和蒂特曼（Safieddine and Titman，1999）关于企业增大他们的杠杆作用以随后成功击退并购的证据。

[30] 见迈耶斯（1977）。

[31] 见雷金和津格利斯（1995）关于各国间杠杆作用的研究。

[32] 哈里斯和雷维夫（Harris and Raviv，1990）提供了一个关于违约使之可能搜集信息并选择最优投资政策的分析。

[33] 见詹姆士（James，1987）和卢默和麦康奈尔（Lummer and McConnell，1989）关于对银行贷款的股票—价格反应和奥塔、艾斯坎达-奥塔和帕特尔（Oatta，Iskandar-Oatta and Patel，2000）对于首次公开发行债务的证据。

[34] 见梅西和米勒（Macey and Miller，1997）对于这一点在有关日本部分的上下文关系分析。

[35] 见戴蒙德和雷金（2000）。

[36] 见 Kaplan and Minton（1994）与 Kang and Shivdasani（1997）。

[37] 见 Asguith，Gertner and Scharfstein（1994）。

[38] 见格莱泽和史莱佛（Glaeser and Shleifer，2000）关于法律起源的理论。

[39] 见 Hoshi，Kashyap and Scharfstein（1991）。

[40] 见 Kang et al.（1995）。

[41] 见 Rosenbluth（1989）。

5. 金融结构和经济发展：企业、产业以及国家和地区的证据

索尔森·贝克
埃斯里·德米尔古克-肯特
罗斯·莱文
沃伊斯拉·马克斯诺维奇

5.1 导 论

189 大量研究发现，金融发展对经济增长有巨大的正面影响。这个结论来自于多国研究、产业层次研究、企业层次研究和时间序列评估。此外，在控制了其他决定增长的因素和可能的内生变量后，金融发展和经济增长之间存在正相关。[1]在继续进行研究的同时，增长和金融发展之间的正相关关系提示了以下问题：哪一特定类型的金融结构能够促进新企业建成、已有企业扩展、产业成功和总体经济增长？

除了检验总体金融发展和经济增长之间的关系外，很多研究人员试图评估金融结

构——金融市场和机构的混合体在经济中的运行——和经济增长、产业发展和公司融资之间的联系。在定义金融结构时，历史学家、经济学家和政策制定者关注银行导向型和市场导向型金融系统之间的相对优点。除了一种存在争议的理论讨论银行导向型和市场导向型系统之间相对优点之外，对20世纪的经验研究主要包括：将德国和日本作为银行导向型系统，将美国和英国作为市场导向型。如同艾伦和盖尔（1999）以及舒尔茨（本书第四章）总结的那样，这些研究已经对这些国家和地区的金融系统运行产生了巨大而有价值的信息。然而，小样本限制了历史学家、经济学家和政策制定者从其他国家和地区做出一般性的推论。这四 190
个国家和地区具有十分类似的长期增长率，所以很难将金融结构的差异性与长期增长率的差异性相联系。关于金融结构的多国数据的缺乏阻碍了研究人员将分析扩展到其他大量的国家和地区。

本章通过利用在第二章中构建的大型多国数据库，将金融结构从对少数国家和地区的狭窄研究扩展到对多个国家和地区的研究。我们做了如下工作：（1）对33个国家和地区进行企业层次的分析，（2）对34个国家和地区进行产业层次的研究，（3）对48个国家和地区进行国家和地区层次的调查。所以，我们采用对不同数据库和计量经济学方法的分类来获得金融结构和经济发展之间的关系。通过这种方法，我们能够把近一个世纪的争论推向前进。

从一种经济理论的观点出发，本章检验了关于金融结构的四种观点：银行导向型观点、市场导向型观点、法律和金融观点与金融服务观点。银行导向型观点强调银行在动员资源、确定好项目、监控管理层和风险管理方面的积极作用（Levine，1997，2000）。银行导向型观点还强调市场导向型系统的相对缺点。确切地讲，发达市场会迅速在公开市场披露信息，这降低了个体投资者获取信息的动机。所以，市场发展得越好越可能会阻止确定创新项目，从而阻碍了有效的资源配置（Stiglitz，1985；Boot，Greenbaum and Thakor，1993）。银行导向型观点的支持者还强调，流动性市场创造了投资者普遍短视的现象（Bhide，1993）。确切地讲，在流动性市场上，投资者能够低成本地出售他们的股份，所以他们更缺乏严格监控管理层的动机。所以，市场发展快可能会阻碍公司控制以及国家和地区生产力。而且，格申克龙（Gerschenkron，1962）和其他人认为，在经济发展初期，制度环境无法有效地支持市场活动，

这时银行比市场更有优势。确切地讲，即使在法律和会计系统以及制度都很脆弱的国家和地区，有力的银行依然能够迫使企业披露信息并偿还负债，从而促进产业扩张（Rajan and Zingales，1999）。从这些优势观
191 点出发，在配置资源给新的创新企业方面，市场导向型系统可能比银行导向型系统的效率低。

市场导向型观点强调市场在促进经济繁荣方面的积极作用（Beck and Levine，2000a）。特别是，市场促进风险管理机制的多样化和专用化。而且，市场导向型观点的支持者强调了银行导向型系统的不足。首先，通过获得关于企业家的昂贵信息，银行能够从企业中抽取巨额租金。这降低了企业进行高风险、高回报的项目的动机，因为企业将会损失更多的潜在收益，这些收益转给了银行（Rajan，1992）。其次，因为银行贷出资金，它们天生偏爱于低风险的项目，但这些项目也是低收益的。所以，银行导向型系统可能阻碍了创新和增长（Morck and Nakamura，1999；Weinstein and Yafeh，1998）。而且，有力的银行系统可能会勾结企业管理者以反对其他投资者，这完全妨碍了竞争的、有效的公司控制、新企业的诞生和经济增长（Hellwig，1998）。所以，市场导向型观点的支持者强调，市场将会降低银行带来的天生无效率性，从而促进新企业形成，使企业和产业容易吸引资金以实现扩张，进而促进总体经济增长。

金融和法律观点强调，法律系统是促进金融系统创新和增长效率的主要决定因素（La Porta et al.，1997，1998，1999，2000）。而且，拉·波塔等人（2000）否定了整个银行导向型与市场导向型的讨论。取而代之，他们认为，（1）法律系统有效地保护外部投资者、股东和债权人，促进了总体金融发展，（2）它是总体金融发展，而不是金融结构实质上的发展，这对于企业、产业和国民经济发展而言很关键。所以，法律和金融观点预言，控制了总体金融发展之后，金融结构将与新企业形成、产业结构发展和经济增长无关。取而代之，法律和金融观点推测，法律系统的效率将与金融发展正相关，从而与创新和增长正相关。

最后，**金融服务观点**强调，金融系统提供了关键的金融服务。这些
192 金融服务对于企业创建、产业扩张和经济增长而言很关键。然而，银行和市场在提供这些服务方面的区别并非首要。所以，金融服务观点预

言，总体金融发展对于经济发展而言很重要，但金融结构实质上并不会增进我们对经济发展进程的理解。

本章检验了六个具体的问题：

1. 具有银行导向型金融系统的国家和地区是否比具有市场导向型系统的国家和地区发展得更快？或者，金融结构是否与经济发展速度无关？

2. 法律系统是否通过对金融系统总体效率产生主要影响从而促进经济增长？

3. 严重依赖于外部融资的产业是否发展得更快？和/或者新企业在银行导向型或者市场导向型金融系统中形成得更快？[2]

4. 法律系统对外部融资能力和新企业形成比率有巨大影响吗？

5. 在银行导向型系统中的企业是否比在市场导向型中的企业更容易获得外部融资并发展得更快？

6. 由法律环境定义的金融系统的成分是否影响了企业绩效？

我们采用三个不同的数据表和方法来检验这三个问题。第一，我们采用标准的多国增长回归来评定前两个问题。我们将1980—1995年的数据取平均值，并评定金融结构，也就是一国金融导向型或者市场导向型的程度对经济增长的影响。我们研究了两个可供选择的假设：(1) 总体金融发展水平影响增长，但金融结构本质上并不影响增长，(2) 法律系统在改善金融安排，从而促进新企业创建、企业获得资本、产业发展和经济增长方面起关键作用。

第二，为了探索金融发展和金融结构对产业发展和新企业创建的影响，我们采用了一个多国产业平台。建立在雷金和津格利斯（1998）的研究基础上，我们检验了更加依赖于外部融资的产业，在市场导向型或者银行导向型金融系统中发展得更快，或者在解释不同国家和地区产业增长类型的不同时，金融发展的总体水平才是关键。我们也检验了由法律系统解释的金融发展的成分是否在解释不同国家和地区产业发展类型的不同方面很重要。 193

第三，为了回答最后两个问题，我们采用了企业层次的数据，来计算由企业内部可获得的资金和短期借款进行预测的企业增长率。然后我们检验，比预测的增长率发展更快的企业比例，是否在市场导向型或者银行导向型金融系统中更高，或者金融发展总体水平和外部投

资者的法律权益和他们的执行是否能解释不同国家和地区长期的企业发展。

值得注意的是，国家和地区层次、产业层次和企业层次的研究都告诉我们同样的结果：数据没有提供支持银行导向型观点或者市场导向型观点的证据。采用金融结构来区分不同的国家和地区无助于解释不同国家和地区在长期 GDP 增长、产业绩效、新企业创建、企业利用外部资金或者企业增长方面的不同。更加重要的是，数据显示，在总体金融发展水平较高的国家和地区与法律系统对外部投资者权益的保护越有效的国家和地区，其增长越快，主要依赖外部融资的产业扩张得也越快，新企业创建更快，企业获得融资更容易，企业则享受更快的增长。

所以我们的结论与金融服务以及法律和金融观点一致。金融发展的总体水平和法律系统在保护外部投资者权益方面的效率与更高的增长率和获得长期融资相关，而市场导向型和银行导向型系统之间的区别没有提供其他任何信息。我们的发现暗示着一个有价值的政策信息。政策制定者应该关注的不是金融系统的组成，而是外部投资者权益的强化和提供合同执行的效率。

本章扩展了最近三篇关于金融机构的论文。莱文（2000）提出，在
194 一个多国增长框架中预测实际人均 GDP 增长，金融结构不是一个好的指示器：无论是银行导向型还是市场导向型金融系统都不与经济增长紧密相关。他还发现，金融结构不是资本积累、产量增长和储蓄比率的好的指示器。莱文（2000）的发现对金融结构的法律和金融观点起了强有力的支持。贝克和莱文（2000a）通过一个国家—产业综列数据研究提出，在银行导向型或者市场导向型金融系统中金融依赖型企业的发展速度并无明显差异。另外，新企业的创建也不随金融系统产生系统性变化。德米尔古克-肯特和马克斯诺维奇（2000）利用企业层次的数据提出，通过金融结构来预测成长较快的企业的比例，并不比运用企业本身的内部资源和短期借款来做该预测更好。这些论文都只探讨了金融结构和经济增长之间潜在关系的一个方面，而我们这一章将这三种不同的方法容纳在一个框架中。确切地讲，我们采用（1）国家和地区的连续样本，（2）国家和地区层次、产业层次和企业层次的金融结构和金融发展指标估计量的连续系列，（3）不同数据库的连续工具变量和计量经济学

说明。所以，利用企业、产业和不同国家和地区同一范式的数据，本章提供了对金融结构和经济绩效的全面评估。[3]

本章的剩余部分组织如下。5.2 部分描述了我们的金融发展、金融结构和法律系统指标。5.3 部分探讨了金融结构对不同国家和地区增长的影响。5.4 部分检验了我们在国家和地区产业综列数据中所作的假设。5.5 部分探讨了具有不同结构的金融系统中，企业获得外部融资的途径是否不同。5.6 部分提供了一些结论。

5.2 数　据

这一部分列举了我们采用的国家和地区层次、产业层次和企业层次分析的金融发展、金融结构和法律系统指标。我们在各自的部分讨论其他企业层次、产业层次和宏观数据。表 5—1 列举了描述统计以及不同指标之间的联系。表 5—A1 列举了我们样本中所有 48 个国家和地区的 195
不同指标，数据通常覆盖了 1980—1995 年。

5.2.1　金融发展指标

为了评估金融中介和市场的效率，(1) 评估新项目和企业，(2) 进行公司控制，(3) 便利风险管理，(4) 动员储蓄，我们需要适当的指标。完美的估计量自然是不存在的，然而近来的文献已提出代表各国金融中介和股票市场发展的指标。我们采用来自第 2 章的新构建的数据来度量总体金融发展。以前的文献已经关注金融中介或者股票市场发展，本章所用的指标则是将银行和股票市场结合在一起的指标。如同莱文和泽沃斯 (1998)，以及德米尔古克-肯特和马克斯诺维奇 (1998) 发现，银行和股票市场可能通过不同的渠道影响经济增长，不控制这样的事实，有助于我们区分总体金融发展和金融结构之间影响的区别。

我们更乐意采用的度量指标是**金融—活动**，一个度量金融中介和市场总体活动的指标。它被定义为私人信贷（金融中介对私人部门发放的贷款价值/GDP）和交易价值（股票交易市场上股票交易的总价值/GDP）乘积的对数。私人信贷是金融中介活动最全面的指标，因为它包

括了银行和非银行中介。近来的研究显示，私人贷款对经济增长产生巨大的、正面的、可信的影响（Levine，Loayza and Beck，2000；Beck，Levine and Loayza，2000）。交易价值度量股票市场交易量的活动，它是国民产出的一部分，所以显示了股票市场提供给经济当事人的流动性程度。[4]莱文和泽沃斯（1998）提出，交易价值是经济长期增长的可信的指示器。

为了检验我们的结论，我们将会使用几个可供选择的有关金融发展的度量值。

金融—规模是度量金融部门总体规模的度量值，被定义为私人信贷和市值之和的对数。市值被定义为所有股票价值/GDP，它是度量股票
196 市场的规模相对于经济的度量值。虽然我们在分析中包含这个度量值，但过去的研究表明，市值并非经济绩效很好的指示器（Levine and Zervos，1998）。

金融—效率度量金融中介和市场的效率，被定义为交易价值和管理成本比率的对数，相当于银行业系统成本比银行业系统资产。可能的解释是，管理成本过大可能反映了银行业系统的无效率，所以它被作为银行业系统无效率的负面指标。

金融—合计结合了前面三个度量值，所以是金融部门规模、活动和效率的综合指标。确切地讲，它是**金融—活动**、**金融—规模**和**金融—效率**的首要组成部分。

金融—虚拟与具有不发达金融中介和市场的国家和地区相联系。确切地讲，如果私人信贷和交易价值都比样本均值小，它就等于0，否则等于1。

如表5—1所示，我们的金融发展指标涉及了很多国家和地区的大量变量。瑞士的金融活动值最大，交易价值是GDP的98%，私人信贷是GDP的178%。相反，加纳的金融活动值最小，交易价值是GDP的0.4%，私人信贷是GDP的3%。金融发展的所有度量值都在1%的水平上相互关联。

5.2.2 金融结构指标

我们也构建了度量指标用以度量各国拥有市场导向型或者银行导向型金融系统的程度。因为没有一个被单独接受的金融结构的定义，我们采用了各种不同的度量值来检验我们的结论。我们提供了五种度量金融

结构的结果。如果每个度量值都比较大，就意味着市场导向型金融系统倾向大。德米尔古克-肯特和莱文（第三章）检验了金融结构和经济、法律与调整变量之间的关系。除了其他很多发现之外，他们还注意到，197 高收入国家和地区倾向于拥有市场导向型的金融系统。

我们更乐意采用的指标是**结构—活动**，它显示了股票市场活动与银行活动的对比，被定义为交易价值和银行信贷的比率的对数。银行信贷相当于银行业部门对私人部门发放的贷款/GDP。与私人信贷相比，我们排除了非银行金融中介的贷款，从而关注商业银行部门。

我们构造了几个可供选择的金融结构度量指标，沿用和 5.2.1 部分所讨论的金融发展指标同样的尺度，**结构—规模**显示股票市场相对于银行业部门的规模，被定义为市值和银行信贷比率的对数。**结构—效率**被定义为管理成本和交易价值乘积的对数，显示股票市场相对于银行业部门的效率。**结构—合计**结合了前面的三个度量值，所以是股票市场相对于银行的规模、活动和效率的综合指标。确切地讲，它是**结构—活动**、**结构—规模**和**结构—效率**的首要组成部分。**结构—虚拟**是市场导向型与银行导向型金融系统的简单二变量分类。确切地讲，如果结构—总体大于样本中值，它就等于 1，否则等于 0。然而，需要注意的是，因为对市场导向型和银行导向型金融系统没有绝对的度量指标，所以一个经济可能被划分为市场导向型或者银行导向型，这与样本中的其他国家和地区相关。

我们的金融结构指标在不同国家和地区变化很大。表 5—2 显示了一系列国家和地区的金融结构度量值。根据**结构—活动**指标，中国台湾（交易价值：150%，银行信贷 83%）被认为最具有市场导向型金融系统，而巴拿马（交易价值：0.3%，银行信贷：49%）被视为最具有银行导向型金融系统。对一些国家和地区的分类直觉上是吸引人的，像美国、英国和瑞士划分为市场导向型，结构—活动指标也将土耳其、墨西哥和巴西划分为市场导向型。然而，这是因为银行信贷值低，而不是因为交易价值水平高。金融结构的其他指标也产生了类似的反常。加纳被 202
划分为最具有市场导向型的经济，因为它具有特别低的银行信贷（GDP 的 3%）。巴西被划分为具有相对有效的市场的国家，这是因为巴西的银行业部门管理成本高。所以，一个金融系统会因为市场发达或者因为银行不发达而被划分为市场导向型。

表 5—1　　描述统计和相关程度

	金融—活动	金融—规模	金融—效率	金融—合计	金融—虚拟	结构—活动	结构—规模	结构—效率	结构—合计	结构—虚拟	债权人	制约董事	法规
均值	−3.84	−0.39	0.37	0.00	0.54	−2.00	−0.64	−6.48	0.00	0.50	2.12	3.10	4.03
中值	−4.05	−0.39	0.22	−0.13	1.00	−2.05	−0.58	−6.38	0.15	0.50	2.00	3.00	4.00
标准差	2.07	0.72	1.80	1.00	0.50	1.16	0.76	1.42	1.00	0.51	1.35	1.28	1.61
最大值	0.55	0.91	4.43	1.88	1.00	0.59	1.34	−3.03	1.86	1.00	4.00	5.00	6.00
最小值	−9.07	−1.88	−2.71	−2.20	0.00	−5.17	−2.46	−9.98	−2.75	0.00	0.00	0.00	1.14
观察值	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	41	41	48
相关程度	**金融—活动**	**金融—规模**	**金融—效率**	**金融—合计**	**金融—虚拟**	**结构—活动**	**结构—规模**	**结构—效率**	**结构—合计**	**结构—虚拟**	**债权人**	**制约董事**	**法规**
金融—活动	1												
金融—规模	0.881	1											
	(0.001)												
金融—效率	0.942	0.800	1										
	(0.001)	(0.001)											
金融—合计	0.984	0.932	0.956	1									
	(0.001)	(0.001)	(0.001)										
金融—虚拟	0.690	0.802	0.654	0.746	1								
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)									
结构—活动	0.689	0.347	0.730	0.618	0.172	1							
	(0.001)	(0.016)	(0.001)	(0.001)	(0.244)								

续前表

	金融—活动	金融—规模	金融—效率	金融—合计	金融—虚拟	结构—活动	结构—规模	结构—效率	结构—合计	结构—虚拟	债权人	制约董事	法规
结构—规模	0.078	0.037	0.163	0.097	−0.190	0.544	1						
	(0.599)	(0.803)	(0.269)	(0.512)	(0.196)	(0.001)							
结构—效率	0.796	0.513	0.675	0.693	0.306	0.862	0.298	1					
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.034)	(0.001)	(0.040)						
结构—合计	0.655	0.375	0.651	0.588	0.142	0.966	0.675	0.884	1				
	(0.001)	(0.009)	(0.001)	(0.001)	0.3357	(0.001)	(0.001)	(0.001)					
结构—虚拟	0.518	0.331	0.568	0.495	0.167	0.776	0.607	0.630	0.791	1			
	(0.001)	(0.022)	(0.001)	(0.001)	(0.256)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)				
债权人	−0.070	0.026	0.010	−0.012	−0.067	−0.161	0.054	−0.193	−0.136	−0.136	1		
	(0.633)	(0.874)	(0.949)	(0.942)	(0.678)	(0.316)	(0.738)	(0.227)	(0.398)	(0.398)			
制约董事	0.167	0.246	0.173	0.203	0.224	0.154	0.379	0.091	0.226	0.072	0.095	1	
	(0.297)	(0.122)	(0.279)	(0.202)	(0.160)	(0.338)	(0.015)	(0.570)	(0.156)	(0.656)	(0.557)		
法规	0.704	0.692	0.649	0.712	0.564	0.330	−0.130	0.454	0.291	0.208	−0.116	−0.084	1
	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.001)	(0.022)	(0.377)	(0.001)	(0.045)	(0.157)	(0.470)	(0.602)	

注释：p值在括号中给出。

表 5—2 各国和地区金融结构

结构—活动		结构—规模		结构—效率		结构—合计		结构—虚拟	
中国台湾	0.59	加纳	1.34	瑞士	—3.03	中国台湾	1.86	澳大利亚	1
马来西亚	—0.32	南非	0.94	中国台湾	—3.62	马来西亚	1.59	巴西	1
瑞士	—0.39	马来西亚	0.60	美国	—4.38	瑞士	1.58	加拿大	1
美国	—0.64	牙买加	0.08	英国	—4.79	美国	1.34	丹麦	1
爱尔兰	—0.64	津巴布韦	0.03	巴西	—4.87	英国	1.24	德国	1
土耳其	—0.73	英国	0.02	马来西亚	—4.97	巴西	1.01	加纳	1
英国	—0.74	墨西哥	—0.02	以色列	—5.10	墨西哥	0.90	爱尔兰	1
墨西哥	—0.85	新西兰	—0.02	日本	—5.24	日本	0.86	以色列	1
巴西	—0.92	爱尔兰	—0.03	德国	—5.26	南非	0.85	牙买加	1
泰国	—0.92	智利	—0.03	瑞典	—5.47	加拿大	0.82	日本	1
日本	—1.00	加拿大	—0.06	泰国	—5.52	瑞典	0.80	马来西亚	1
加拿大	—1.14	秘鲁	—0.07	土耳其	—5.54	澳大利亚	0.80	墨西哥	1
以色列	—1.15	澳大利亚	—0.09	澳大利亚	—5.58	以色列	0.75	荷兰	1
瑞典	—1.18	菲律宾	—0.10	加拿大	—5.59	土耳其	0.71	新西兰	1
澳大利亚	—1.18	美国	—0.11	法国	—5.60	泰国	0.68	秘鲁	1
荷兰	—1.36	瑞典	—0.15	墨西哥	—5.75	菲律宾	0.58	菲律宾	1
菲律宾	—1.47	巴西	—0.31	南非	—5.91	新西兰	0.49	南非	1
德国	—1.52	日本	—0.35	菲律宾	—5.92	秘鲁	0.39	瑞典	1
秘鲁	—1.54	比利时	—0.36	丹麦	—6.08	牙买加	0.38	瑞士	1

续前表

结构—活动		结构—规模		结构—效率		结构—合计		结构—虚拟	
印度	—1.61	斯里兰卡	—0.39	新西兰	—6.12	爱尔兰	0.33	中国台湾	1
新西兰	—1.64	厄瓜多尔	—0.43	牙买加	—6.12	荷兰	0.33	泰国	1
丹麦	—1.87	肯尼亚	—0.48	西班牙	—6.14	德国	0.17	土耳其	1
南非	—1.90	中国台湾	—0.53	以色列	—6.26	丹麦	0.17	英国	1
牙买加	—2.04	以色列	—0.56	阿根廷	—6.28	加纳	0.16	美国	1
挪威	—2.06	荷兰	—0.60	挪威	—6.49	印度	0.14	阿根廷	0
阿根廷	—2.15	印度	—0.60	秘鲁	—6.53	智利	0.00	奥地利	0
加纳	—2.17	丹麦	—0.62	意大利	—6.54	厄瓜多尔	—0.04	比利时	0
厄瓜多尔	—2.19	泰国	—0.66	印度	—6.58	比利时	—0.17	智利	0
法国	—2.28	瑞士	—0.71	厄瓜多尔	—6.65	法国	—0.17	土耳其	0
洪都拉斯	—2.34	土耳其	—0.74	智利	—6.74	阿根廷	—0.18	塞浦路斯	0
西班牙	—2.36	哥伦比亚	—0.78	奥地利	—6.92	挪威	—0.23	厄瓜多尔	0
比利时	—2.38	巴基斯坦	—0.98	比利时	—6.94	西班牙	—0.31	埃及	0
智利	—2.46	特立尼达和多巴哥	—1.00	洪都拉斯	—7.06	津巴布韦	—0.35	芬兰	0
巴基斯坦	—2.51	希腊	—1.02	芬兰	—7.23	斯里兰卡	—0.41	法国	0
意大利	—2.52	阿根廷	—1.09	塞浦路斯	—7.31	意大利	—0.55	希腊	0
津巴布韦	—2.58	塞浦路斯	—1.11	斯里兰卡	—7.37	巴基斯坦	—0.62	洪都拉斯	0
希腊	—2.65	挪威	—1.15	希腊	—7.37	洪都拉斯	—0.63	印度	0
斯里兰卡	—2.66	芬兰	—1.29	巴基斯坦	—7.47	希腊	—0.66	意大利	0

如表5—1所示，金融结构的指标相互之间高度相关。**结构—活动**指标和**结构—效率**指标也与很多金融发展指标——显示金融较发达的经济更具有市场导向型系统——正相关，**结构—规模**指标不与任何金融发展度量值相关。

虽然这些金融结构度量值不直接度量银行和市场影响经济活动的途径，但是它们的构建是用来记录很多国家和地区的最充分的一套指标。总的来看，这些指标提供了对银行和市场在经济中的相对作用的度量。而且，对银行发展和股票市场流动性的根本度量对经济增长产生了有力影响。所以，对银行发展和股票市场流动性的基本度量具有一些分析性内容。而且，德米尔古克-肯特和莱文（第三章）提出，对股东权益保护有力、会计标准高的国家和地区倾向于拥有市场导向型的金融系统。所以，主要法律和规章的不同与金融结构的度量值匹配，我们往往用金融结构来评估产业绩效和一国银行导向型或者市场导向型的程度之间的关系。

5.2.3 法律环境

我们采用三个关于外部投资者权力和这些权力执行程度的指标。数据来自拉·波塔等人（1998）。

债权人指数度量一旦企业重组或者清算，国家和地区法典保护担保债权人权益的程度。它的值域从0到4，是四个虚拟变量之和，这些虚拟
203 变量表示为，是否（1）重组程序不自动保全资产，所以无法防止担保债权人占有债务抵押品，（2）万一清算，担保债权人排在第一位，（3）在重组期间经理层不再经营企业，所以增强了债权人的力量，（4）在申请重组时，经理层需要债权人的支持。经济中债权人指数值越高，与经理层和其他股东相比，外部投资者就能够获得越多的权利，并因此更加乐意提供给企业所需要的外部资金。在我们的样本中，厄瓜多尔、埃及、印度、以色列、肯尼亚、马来西亚、巴基斯坦和津巴布韦具有高水平的债权人指数（4），而哥伦比亚、法国、墨西哥、秘鲁和菲律宾具有低水平的债权人指数（0）。

制约董事指数度量国家和地区法典保护少数股东权利的程度。它的值域从0到6，是六个虚拟变量之和，这些虚拟变量表示为，是否（1）股东被允许邮递他们的代理投票权，（2）股东不必在全体股东大会之前抵

押他们的股份，(3) 累积投票或者董事会中代表少数股东的董事比例被允许，(4) 设置有压制少数的机制，(5) 一个股东要召开一次特别股东大会所需的最少股份少于或者等于 10%，(6) 股东拥有只有一个股东投票才能放弃的优先购买权。在具有较高的制约董事指数的经济中，少数股东受到更好的保护，从而免受经理层和大股东的剥削，从而应该更乐意给企业提供外部资金。加拿大、智利、英国、印度、巴基斯坦、美国和南非都对少数股东有非常广泛的保护 (5)，而比利时则具有非常低的值 (0)。

法规指数是对一国法律和秩序传统的评估，它的值域从 10 到 1，10 表示强有力的法律和秩序传统，1 则表示脆弱的法律和秩序传统。这个度量值由 ICRG 构建，是 1982—1995 年的平均。一国的法律和秩序传统指数越高，外部投资者执行他们的要求权和权力就更容易，因而应该更愿意提供外部资金。在我们的样本中，奥地利、澳大利亚、比利时、加拿大、丹麦、芬兰、荷兰、新西兰、挪威、瑞典、瑞士和美国具 204
有最高水平的法规指数 (6)，而有五个国家和地区的指数值低于 2：哥伦比亚、巴基斯坦、秘鲁、菲律宾和斯里兰卡。

虽然债权人指数和制约董事指数不与任何金融发展和结构指数显著相关，但表 5—1 的相关性显示，法规指数越高的国家和地区，金融发展的水平就越高，并且具有倾向于市场导向型的金融系统。

5.2.4 法律起源

具有欧洲起源的法律体系可以被区分为四种主要法系 (Reynolds and Flores，1996)：英国习惯法、法国民法、德国民法和斯堪的纳维亚民法。[5] 如同格伦登、戈登和奥萨维 (Glendon，Gordon and Osakwe，1982) 所描述，罗马法是在罗马帝国皇帝查士丁尼 (Justinian) 的指导下，在公元 6 世纪时编纂的。后历经数世纪，注解者和评论者都不断在解释、改编和修改着法律。在 17 世纪和 18 世纪，斯堪的纳维亚民法国家和地区形成了它们的法典，并且相对地保持了不受影响深远的德国，特别是法国民法典的影响。

拿破仑于 1804 年主持撰写了法国民法典，并使它具有确保在法国及其所占领的领土，包括意大利、波兰、低地国家和哈斯堡帝国的优先采用权。此外，在殖民时期，法国还将它的法律影响扩展到近东、北非

和非洲的撒哈拉地区、中南半岛、大洋洲、法属圭亚那和法属哥伦比亚的部分地区。而且，法国民法典对葡萄牙和西班牙法律体系有主要影响，这有助于法国民法传统传播至非洲中部和南部。德国民法典几乎是在一个世纪以后的 1896 年完成的。法国民法对澳大利亚和瑞士产生了重要影响，也影响了中国（并因此影响中国台湾）、捷克、斯洛伐克、希腊、匈牙利、意大利和南斯拉夫。此外，德国民法典对日本民法典有重大影响，这有助于德国民法传统传播至韩国。

与这些民法国家和地区不同，英国法律系统是习惯法，力图解决特
205 定案件的判决先于法律的形成。习惯法传统主要通过殖民主义传播至南美、非洲部分、哥伦比亚和亚洲。

因为大多数国家和地区通过占领或者殖民而拥有法律系统，所以在调查研究期间，法律起源可以被视为相对外生的变量。另外，拉·波塔等人（1997，1998）提出，一国法律起源从根本上影响对债权人和股东的法律待遇和合同的执行效率。莱文（1998，1999，即将出版）以及莱文、罗扎和贝克（2000）提出，法律起源解释了不同国家和地区金融发展水平的不同。

给定外生特征和解释力，我们将国家和地区法律起源作为金融发展和金融结构的工具，因此我们能够控制联立偏误。确切地讲，我们希望控制这样的可能，即增长较快的国家和地区、具有特定产业结构的国家和地区、或者具有特定企业性质并发展金融系统或结构的国家和地区。也就是说，我们希望控制金融发展和结构随着总体增长、产业扩张和公司融资而改变的可能。通过对比金融发展和结构的外部构成，我们区分了金融系统对经济增长、产业扩张、新企业创建和企业长期融资的途径的影响。

5.3　多国增长横截面回归

这一部分利用一个 48 个国家和地区在 1980—1995 年的样本数据，探讨金融结构对经济长期增长的影响。我们（1）描述方法论，（2）提供金融结构和金融发展对经济增长影响的证据，（3）讨论法律和融资途径的证据，（4）描述不同强检验，（5）总结我们的发现。

5.3.1 计量经济学方法

检验一个多国横截面样本中下列指标的有效性：（1）市场导向型，（2）银行导向型，（3）金融服务和（4）法律和融资途径，我们修改标准增长回归如下： 206

$$\text{Growth}_i = \alpha' X_i + \beta FD_i + \gamma FS_i + \varepsilon_i$$

增长是人均GDP的年均增长率，它是通过OLS回归计算出来的相关系数，X是一系列潜在的增长决定因素，FD是金融发展指标，FS是金融结构的度量值，ε是误差项。四个竞争假设预测了β和γ不同的符号。市场导向型观点预测，市场导向型金融系统增长得更快，这意味着$\beta>0$和$\gamma>0$。银行导向型观点认为，银行导向型系统增长更快，这意味着$\beta>0$和$\gamma<0$。金融服务观点认为，金融结构不对增长产生影响，总体金融发展促进了经济增长，这意味着$\beta>0$和$\gamma=0$。最后，法律和金融观点认为，只有法律系统定义的金融发展部分才与经济增长相关。如果我们将外部投资者的法律权益和合同执行效率作为金融发展组成的外生工具变量，法律和金融观点也预测，$\beta>0$和$\gamma=0$。

如同莱文、罗扎和贝克（2000）一样，我们也同时采用普通最小二乘法估计和工具变量估计，将国家和地区的法律起源作为其工具。通过抽取出金融发展和结构的外生组成，工具变量回归允许我们控制联立偏误，保留增长率与金融发展的因果关系。为了评估法律和金融观点，我们将制约董事指标和法规指标作为金融发展的工具变量，从而抽取法律系统所定义的金融组成。我们检验将汉森（1982）的过度识别约束用以检验工具变量是否恰当，尼维和维斯特（Newey and West，1987）对此进行了进一步的解释。虚拟假设是工具变量与误差项无关。如果我们无法拒绝虚拟假设，工具就是恰当的。我们认为这个结果意味着，工具（法律起源或者法律系统指标）只通过金融发展或者结构指标和条件信息中的变量（也就是，增长的其他决定因素）来影响真实单位资产GDP的增长。

为了考查我们结论的准确性，我们控制了等式（5.1）中的其他潜在增长决定因素。确切地讲，我们采用了两套不同的条件信息。政策条件信息包括1980年人均GDP的对数，从而控制了集中度，也包括学校 207
教育的平均年数，从而控制了人力资本积累的影响。而且，我们还包括

(1) 1与通货膨胀的平均比率之和的对数，(2) 1与平均黑市保险费之和的对数，(3) 政府规模占GDP份额的对数，(4) 进出口占GDP份额的对数。我们包括了通货膨胀率和政府规模以代表宏观经济稳定性和政府侵扰，还包括了交易份额和黑市保护费以代表经济开放的程度。全部条件信息包括政策信息加上种族分裂度量值、革命和政变度量值和政治暗杀度量值。[6]

5.3.2 金融结构和长期增长

表5—3的结果显示，金融结构与经济增长不显著相关。简而言之，表中只显示了两个重要变量的结果：**金融—活动**和金融结构指数。这里我们只列出采用政策条件信息的结果。所有的回归都是采用OLS方法，

表5—3　　金融结构、金融发展和经济增长，OLS回归

因变量：人均GDP增长，1980—1995					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
结构—活动	0.001				
	(0.999)				
结构—规模		−0.656			
		(0.174)			
结构—效率			−0.324		
			(0.243)		
结构—合计				−0.548	
				(0.220)	
结构—虚拟					−0.957
					(0.129)
金融—活动	0.517	0.665	0.751	0.818	0.745
	(0.518)	(0.005)	(0.006)	(0.014)	(0.005)
R^2	0.388	0.428	0.399	0.407	0.420

注释：因变量是真实人均GDP的平均增长率，作为回归系数计算。所有的回归包括政策环境信息集合：原始收入的对数、学校教育平均年数、通货膨胀、黑市保险费、政府规模和交易开放程度。所有的回归都采用OLS估计。

结构—活动＝log（交易总值除以商业银行对私人部门的债权）

结构—规模＝log（市场资本除以商业银行对私人部门的债权）

结构—效率＝log（作为GDP一部分的交易总值×银行的作为总资产一部分的管理费用）

结构—合计＝结构—活动、结构—规模和结构—效率的首要成分

结构—虚拟＝如果结构—总体大于样本中值，它就等于1，否则等于0。

金融—活动＝log（作为GDP一部分的交易总值×作为GDP一部分的金融机构对私人部门的债权）

并采用异方差——致标准误差。在回归中，五个结构指数没有一个显著。另一方面，**金融—活动**在五个回归中有四个显著正相关。所以，这些结果并不支持市场导向型或者银行导向型观点。将金融发展的其他指标作为控制变量，表 5—4 中的结果确认了这些发现。市场导向型和银行导向型金融系统之间的区别并没有解释不同国家和地区增长率的变化。

表 5—4　　金融结构和经济增长，敏感性分析

因变量：真实人均 GDP 增长，1980—1995					
解释变量	相关系数	标准误	t 统计量	p 值	R 平方
1. 控制了金融—规模					
结构—活动	0.539	0.305	1.770	0.085	0.353
结构—规模	−0.327	0.469	−0.697	0.490	0.290
结构—效率	0.377	0.281	1.343	0.187	0.319
结构—合计	0.436	0.332	1.312	0.197	0.310
结构—虚拟	0.191	0.517	0.369	0.714	0.282
2. 控制了金融—效率					
结构—活动	−0.346	0.355	−0.973	0.337	0.433
结构—规模	−0.739	0.416	−1.775	0.084	0.474
结构—效率	−0.032	0.202	−0.159	0.875	0.424
结构—合计	−0.455	0.372	−1.222	0.229	0.442
结构—虚拟	−1.390	0.612	−2.270	0.029	0.486
3. 控制了金融—合计					
结构—活动	0.134	0.383	0.350	0.729	0.384
结构—规模	−0.734	0.480	−1.529	0.134	0.429
结构—效率	−0.033	0.244	−0.135	0.894	0.382
结构—合计	−0.275	0.351	−0.783	0.439	0.388
结构—虚拟	−0.937	0.585	−1.600	0.118	0.412
4. 控制了金融—虚拟					
结构—活动	0.329	0.248	1.325	0.193	0.428
结构—规模	−0.174	0.459	−0.379	0.707	0.405
结构—效率	0.188	0.229	0.822	0.416	0.413
结构—合计	0.213	0.269	0.792	0.433	0.410
结构—虚拟	−0.054	0.465	−0.116	0.908	0.402

注释：因变量是真实人均 GDP 的平均增长率，作为回归系数计算。所有的回归包括政策环境信息集合：原始收入的对数、学校教育平均年数、通货膨胀、黑市保险费、政府规模和交易开放程度。所有的回归都采用 OLS 估计。

结构—活动＝log（交易总值除以商业银行对私人部门的债权）

结构—规模＝log（市场资本除以商业银行对私人部门的债权）

结构—效率＝log（作为 GDP 一部分的交易总值×银行的作为总资产一部分的管理费用）

结构—合计＝结构—活动、结构—规模和结构—效率的首要成分

结构—虚拟＝如果结构—总体大于样本中值，它就等于 1，否则等于 0。

表5—5的结果确认，金融发展与经济长期增长正相关，联立误差或者相反的因果关系不能得出这些结果。我们同时采用OLS和IV回归得出结论。除了**金融—规模**指标外，金融发展的其他所有指标都在5%的水平上显著。这个结果与莱文和泽沃斯（1998）的结论一致。他们发现，资本的市场总值并不是经济增长可信的指示器。股票市场的流动
208 性，而不是它的纯粹规模（资本的市场总值），影响了经济增长。对IV回归的过度识别约束的检验显示，我们不能拒绝所有的虚拟假设，这些虚拟假设认为工具变量与误差项无关。

表5—5　　金融发展和经济增长

因变量：真实人均GDP增长，1980—1995					
1. OLS回归					
解释变量	相关系数	标准误	t统计量	p值	R平方
金融—活动	0.517	0.193	2.684	0.011	0.388
金融—规模	0.885	0.796	1.113	0.273	0.280
金融—效率	0.582	0.186	3.127	0.003	0.424
金融—合计	1.070	0.427	2.507	0.016	0.382
金融—虚拟	1.882	0.736	2.559	0.014	0.401
2. IV回归					
解释变量	相关系数	标准误	t统计量	p值	NJ统计
金融—活动	0.630	0.282	2.232	0.031	2.141
金融—规模	1.725	1.206	1.430	0.160	3.286
金融—效率	0.752	0.291	2.586	0.014	1.652
金融—合计	1.336	0.616	2.169	0.036	2.272

注释：因变量是真实人均GDP的平均增长率，作为回归系数计算。所有的回归包括政策环境信息集合：原始收入的对数、学校教育平均年数、通货膨胀、黑市保险费、政府规模和交易开放程度。

金融—活动＝log（作为GDP一部分的交易总值×作为GDP一部分的金融机构对私人部门的债权）

金融—规模＝log（市场资本和作为GDP一部分的金融机构对私人部门的债权）

金融—效率＝log（作为GDP一部分的交易总值除以银行的作为总资产一部分的管理费用）

金融—合计＝结构—活动、结构—规模和结构—效率的首要成分

金融—虚拟＝如果作为GDP一部分的银行对私人部门的债权和作为GDP一部分的交易总值小于样本均值，它就等于0，否则等于1。

表5—5的结果并不只是统计显著，而且还有重要的经济意义。考虑阿根廷，在1980—1995年期间，它拥有－5.99的金融—活动值。1980年中国台湾真实人均GDP很低，但如果阿根廷的金融发展水平能

够如台湾（**金融—活动值**＝－1.98）一样，回归结果显示，阿根廷将能够以比这个阶段快两个百分点的速度增长。

通过强调总体金融发展对经济增长的重要性，表5—3、表5—4和 210
表5—5的结果支持了金融服务的观点。这个结论不支持市场导向型或者银行导向型观点。

5.3.3 法律、金融观点和长期增长

表5—6的结果与法律和金融观点一致。这里我们把法律系统的特定要素作为工具，这些要素对金融发展很重要。确切地讲，我们采用债 211
权人指标、制约董事指标和法规指标作为金融发展指标的工具变量。所

表5—6　　金融发展和经济增长：法律导向型观点

因变量：真实人均GDP增长，1980—1995

解释变量	相关系数	标准误	*t*统计量	p值	N×J统计
1. 政策环境信息集合					
金融—活动	0.747	0.348	2.144	0.040	0.814
金融—规模	1.653	0.717	2.307	0.028	1.468
金融—效率	0.692	0.340	2.034	0.050	0.913
金融—合计	1.255	0.559	2.246	0.032	1.102
2. 完全环境信息集合					
金融—活动	0.970	0.277	3.498	0.002	0.329
金融—规模	2.282	0.699	3.266	0.003	2.122
金融—效率	0.878	0.311	2.827	0.008	0.729
金融—合计	1.757	0.521	3.373	0.002	0.931

注释：N×J统计是自由度2的x^2分布。

在10%的水平上，临界值是4.61。在5%的水平上，临界值是5.99。因变量是真实人均GDP的平均增长率，作为回归系数计算。政策环境信息集合：简单集合、正的通货膨胀、黑市保险费、政府规模和交易开放程度。完全环境信息集合：政策集合、正的种族分裂度量值、革命和政变度量值和政治暗杀度量值。我们采用债权人、制约董事和法规作为金融发展的工具。

金融—活动＝log（作为GDP一部分的交易总值×作为GDP一部分的金融机构对私人部门的债权）

金融—规模＝log（市场资本和作为GDP一部分的金融机构对私人部门的债权）

金融—效率＝log（作为GDP一部分的交易总值除以银行的作为总资产一部分的管理费用）

金融—合计＝结构—活动、结构—规模和结构—效率的首要成分

有金融发展的指标在5%的水平上回归显著。而且，回归通过了过度识别约束检验。也就是说，数据不拒绝这样的假设，即债权人指标、制约董事指标和法规指标只通过他们对金融发展或者其他解释变量来影响增长。相关系数与将法律起源作为工具变量时大小类似，比OLS回归大。
212 所以，数据与以下观点一致，即法系及其执行解释了总体金融发展的组成并与经济增长显著相关。

5.3.4 敏感性分析

我们的结论经得起一些可信的检验。第一，我们利用全部条件信息再运行表5—3、表5—4和表5—5的回归。结构指数从来都不显著。第二，我们包括了一个虚拟变量，从而将非常不发达的金融系统与金融结构进行回归。没有一个结构指标显著。第三，我们采用**债权人**指数、**制约董事指数**和**法规**指数作为金融结构的工具变量。金融结构指数又一次不显著。最后，我们检验了不平衡金融系统。金融结构可能不重要，但具有扭曲结构的金融系统可能阻止金融服务供应的效率。所以我们构造了一个虚拟变量，如果交易价值大于样本均值并且银行信贷值低于均值，该变量值为1，反之则为0。利用不平衡金融系统指数并不能改变我们的结果——对国家和地区进行分类，不平衡金融系统并不能解释经济长期增长。

5.3.5 小结

我们的发现与金融服务和法律与金融观点一致。金融发展和通过法律对外部投资者的保护来定义的因素解释了不同国家和地区的长期增长率。金融结构，也就是市场导向型与银行导向型金融系统之间的区别不提供任何其他信息。采用不同金融发展和结构指标与不同条件信息，这些结果都是可信的。这些结果也经得起一组敏感性检验（Levine，2000），包括检验银行导向型系统在促进最低水平经济发展的增长方面是否更加有效（Boyd and Smith，1996，1998）。

5.4 产业层次的结果

基于 34 个国家和地区和 36 种产业的一组横截面数据，这一部分探讨了我们的四个假设。确切地讲，我们探讨了（1）主要依赖于外部资 213
金的产业在市场导向型或者银行导向型金融系统中是否增长得更快，（2）在银行导向型或者市场导向型金融系统中，新企业是否更容易创建。所以，与 5.3 部分不同，我们关注金融发展和潜在金融结构影响经济活动和产业结构的特别途径。我们首先讨论了计量经济学方法和我们采用的数据，然后我们探讨了依赖于外部资金的产业在市场导向型或者银行导向型金融系统中是否增长得更快，或者是总体金融发展水平是否决定了不同国家和地区的产业增长类型。其次，我们将产业增长分解为两个组成部分——企业数量的增长和平均企业规模的增长——然后分析金融结构和发展是否决定了新企业的创建。最后，我们检验了法律系统对金融增长和新企业创建的重要性。

5.4.1 计量经济学方法和数据

我们采用了 34 个国家和地区与 36 个产业的横截面数据来检验我们的四个假设。我们的工作建立在雷金和津格利斯（1998）的基础上，探讨了产业与国家和地区性质的交互作用，也就是不同国家和地区的产业对外部融资和金融发展结构的水平的依赖性。这一部分描述了方法和数据。

方法

市场摩擦会在外部融资价格和内部融资价格之间产生楔子，金融中介和市场有助于克服这种摩擦。较低的外部融资价格有助于推动企业成长和新企业创建。所以，主要依赖于外部资金的产业从金融的更快发展中获得的不成比例的收益比那些不太依赖外部资金的产业多。对于这些产业中的新企业而言，这一点尤其正确。

雷金和津格利斯（1998）发现了与此假设一致的数据，即，主要依赖于外部资金的产业在金融系统越发达的国家和地区中增长越快。而且，金融发展对产业增长的影响主要体现在创建的数量的增长而不是平 214
均创建规模的增长。金融发展超常扩大了主要依赖于外部资金产业中的

新企业的前景。

我们扩展了雷金和津格利斯的研究，探讨了对外部资金需求较高的产业是否在银行导向型或者市场导向型金融系统经济中发展得更快。我们采用了下面的回归来评估金融发展和金融结构对产业增长和新企业创建的影响：

$$\begin{aligned} Growth_{i,k} = & \sum_j \alpha_j Country_j + \sum_l \beta_l Industry_l \\ & + \gamma Share_{i,k} + \delta_1 (External_k \times FD_i) \\ & + \delta_2 (External_k \times FS_i) + \varepsilon_{i,k} \end{aligned} \tag{5.2}$$

$Growth_{i,k}$ 是 i 国 k 产业企业的年均附加值增长率或者增长量。$Country$ 和 $Industry$ 分别是国家和地以及产业的虚拟变量，$Share_{i,k}$ 是 1980 年 i 国 k 产业的一部分。$External_k$ 是 k 产业对外部融资依赖程度的度量值，采用的是 1980—1989 年间一组美国公司的样本。FD_i 和 FS_i 是 i 国金融发展和金融结构各自的指数。我们将产业（$External$）对外部资金的依赖与（1）总体金融发展度量值（FD）和（2）市场导向与银行导向程度指标，也就是金融结构指标（FS）联系在一起。[9] 产业以及国家和地区的虚拟变量校正了国家和地区以及产业的特有性质，这种特有性质决定着产业增长类型。因此，外部资金依赖程度与金融发展/结构相互作用对产业增长率存在影响，我们通过该增长率相对于国别和产业均值的变化分解出了该影响程度。通过引入一个产业的初始份额，我们控制了一种趋同效应；我们预测初始份额较大的产业增长较慢；结果 γ 为负[10]。

不同的假设意味着 δ_1 和 δ_2 不同的符号与显著程度。市场导向型观点预测，依赖于外部资金的产业在市场导向型金融系统和金融发展水平较高的经济中增长较快，因此 $\delta_1>0$，$\delta_2>0$。银行导向型观点预测，依
215 赖于外部资金的产业在银行导向型金融系统和金融发展水平较高的经济中增长较快，因此 $\delta_1>0$，$\delta_2<0$。金融—服务观点预测，依赖于外部资金的产业在总体金融发展水平较高的经济中增长较快，而金融结构对此不产生影响，因此 $\delta_1>0$，$\delta_2=0$。法律和金融观点预测，依赖于外部资金的产业在对外部投资者保护越有效的经济中增长越快，而金融结构对此不产生影响。如果我们将 FD_i 换成这些法律权利和合同执行指数，这意味着 $\delta_1>0$，$\delta_2=0$。

我们采用了 OLS 和 IV 回归。IV 回归允许我们将自变量内生化。确切地讲，我们控制了总体金融发展水平和金融系统结构的内生性。如上所述，我们利用国家和地区的法律起源来表达金融发展和结构的外生因素。我们还将国家和地区的宗教成分作为附加工具变量。[11]拉·波塔等人（1999）提出，一国其主要宗教影响了制度发展。

外部依赖度

我们采用来自雷金和津格利斯（1998）产业层次的外部依赖度数据。他们强调的假设——也是我们所强调的——出于技术原因，与其他产业相比，一些产业更依赖于外部资金。不幸的是，我们只能观察到对外部资金的实际利用，而无法观察到对外部资金的需求。我们注意到，在金融系统发达的国家和地区，外部资金的供给非常有弹性，所以外部资金的实际利用可能从根本上反映了对外部资金的需求。假设不同产业对外部资金的需求变量在不同国家和地区中是一致的，那么，对于金融发达的国家和地区，我们就能够将产业对外部资金的实际依赖视为产业对外部资金的“天生”依赖。如同雷金和津格利斯（1998）所讨论的，我们利用美国的数据计算产业对外部资金的天生依赖。

数据来自标准普尔的 Compustat，其中包含美国 36 种产业的企业。这个数据库只包含了公开上市公司。企业对外部资金的依赖被定义为无法通过内部现金流进行融资的投资部分；或者资本支出减去分发红利的 *216*
现金流之差除以资本支出。分子和分母都是 20 世纪 80 年代以后的均值，以平滑暂时波动。产业值以中位数计算而不是以均值计算，从而防止异常数据决定结果。表 5—A2 列举了 36 种产业对外部资金的依赖性。制药业是最依赖于外部资金的产业，而烟草行业对外部资金的需求最少，也就是说，依赖性度量值小于零。

产业增长率

我们的依赖变量是附加值的年均增长率。我们采用雷金和津格利斯（1998）的数据，数据来自美国国家和地区统计局（1993）整理的**产业统计年鉴**数据库。我们也采用产业增长率的分解。确切地讲，我们考虑新建公司数量的增长，这与新建公司的平均规模增长相对。[12]产业增长的分解因此为先前的结果提供了可信的检验，也提供了对不同国家和地区金融发展和金融结构影响产业增长类型的机制的更详细的探索。

5.4.2 金融结构和产业增长

表 5—7 的结果显示，不同国家和地区的金融结构并不独立地影响产业增长类型。[13] 虽然外部依赖性与结构—活动和结构—总体指标之间的相互影响显示，OLS 回归的系数在 5%水平上显著，但是这些结果与工具变量回归不一致。

表 5—7　　金融结构和产业增长

因变量：产业增长 1980—1989	结构—活动	结构—规模	结构—合计	结构—虚拟
1. OLS 回归				
相互作用（外生因变量×结构—活动）	0.887			
	(0.033)			
相互作用（外生因变量×结构－规模）		0.698		
		(0.144)		
相互作用（外生因变量×结构－合计）			0.914	
			(0.046)	
相互作用（外生因变量×结构－虚拟）				1.101
				(0.233)
R^2	0.311	0.309	0.310	0.309
观察值数目	1 016	1 016	1 016	1 016
2. IV 回归				
相互作用（外生因变量*结构—活动）	1.407			
	(0.064)			
相互作用（外生因变量*结构—规模）		1.119		
		(0.246)		
相互作用（外生因变量*结构—合计）			1.415	
			(0.121)	
观察值数目	1 016	1 016	1 016	

注释：因变量是各个国家和地区各种产业 1980—1990 年间每年混合增长率的真实值。异方差强标准误 p 值在括号中显示。所有的回归还包括 20 世纪 80 年代制造业附加值占全部附加值的比重。我们采用英国、法国和德国法律起源虚拟变量作为 IV 回归中对金融结构的工具。

结构—活动＝log（交易总值除以商业银行对私人部门的债权）

结构—规模＝log（市场资本除以商业银行对私人部门的债权）

结构—合计＝结构—活动、结构－规模和结构－效率的首要成分

结构—虚拟＝如果结构—总体大于样本中值，它就等于 1，否则等于 0。

表 5—8 显示的结果支持了金融—服务观点，因此强化了前面的发现。金融发展的相互作用项通常在 5%的水平上显著。金融结构的相互作用项没有一个显著。这些结果意味着，在金融系统比较发达的国家和
219 地区，比较依赖外部的产业增长相对较快，而金融系统的特别结构对产

业增长类型没有任何影响。

表 5—8　　　　金融发展、金融结构和产业增长

因变量：产业增长 1980—1989	结构—活动	结构—规模	结构—合计
相互作用（外生因变量×结构—活动）	−1.314 (0.308)		
相互作用（外生因变量×结构—规模）		−0.103 (0.892)	
相互作用（外生因变量×结构—合计）			−0.416 (0.640)
相互作用（外生因变量×金融—活动）	1.350 (0.033)	0.719 (0.018)	0.842 (0.022)
观察值数目	1 016	1 016	1 016
相互作用（外生因变量×结构—活动）	−0.868 (0.435)		
相互作用（外生因变量×结构—规模）		−0.175 (0.825)	
相互作用（外生因变量×结构—合计）			−0.441 (0.628)
相互作用（外生因变量×金融—规模）	3.659 (0.029)	2.494 (0.010)	2.843 (0.014)
观察值数目	1 016	1 016	1 016
相互作用（外生因变量×结构—活动）	−1.137 (0.346)		
相互作用（外生因变量×结构—规模）		−0.151 (0.845)	
相互作用（外生因变量×结构—合计）			−0.461 (0.609)
相互作用（外生因变量×金融—合计）	2.742 (0.029)	1.629 (0.013)	1.899 (0.016)
观察值数目	1 016	1 016	1 016

注释：因变量是各个国家和地区各种产业 1980—1990 年间每年混合增长率的真实值。异方差强标准误 p 值在括号中显示。所有的回归还包括 20 世纪 80 年代制造业附加值占全部附加值的比重。所有的回归都是 IV。我们采用英国、法国和德国法律起源虚拟变量和天主教、穆斯林和新教人口占总人口的比例作为金融发展、金融结构发展和金融结构的工具。

金融—活动＝log（作为 GDP 一部分的交易总值×作为 GDP 一部分的金融机构对私人部门的债权）

金融—规模＝log（市场资本和作为 GDP 一部分的金融机构对私人部门的债权）

金融—合计＝结构—活动和结构—规模的首要成分

结构—活动＝log（交易总值除以商业银行对私人部门的债权）

结构—规模＝log（市场资本除以商业银行对私人部门的债权）

结构—合计＝结构—活动、结构—规模和结构—效率的首要成分

5.4.3 金融结构和新企业的创建

表5—9的结果意味着，在金融发展水平较高的国家和地区，新企业的创建要容易得多，但金融结构并不解释不同国家和地区新企业增长的产业类型。[14]金融结构的相互作用项没有一个在回归中显著。然而，这些金融发展的相互作用项在与**结构—规模**和**结构—总体**回归时在10%的水平上显著。与**结构—活动**回归时不显著。我们能够这样解释这种不一致，即**结构—活动**是结构度量值，它显示了与金融发展指标最高度的相关。总之，这些结果又一次与金融—服务观点一致，而不支持市场导向型或者银行导向型观点。

表5—9　　金融发展、金融结构和企业数量增长

因变量：产业增长1980—1989			
	结构—活动	结构—规模	结构—合计
相互作用（外生因变量×结构—活动）	0.127		
	(0.905)		
相互作用（外生因变量×结构—规模）		0.729	
		(0.310)	
相互作用（外生因变量×结构—合计）			0.571
			(0.474)
相互作用（外生因变量×金融—活动）	0.659	0.572	0.521
	(0.227)	(0.015)	(0.092)
观察值数目	903	903	903
相互作用（外生因变量×结构—活动）	0.275		
	(0.748)		
相互作用（外生因变量×结构—规模）		0.786	
		(0.282)	
相互作用（外生因变量×结构—合计）			0.609
			(0.427)
相互作用（外生因变量×金融—规模）	1.969	1.914	1.746
	(0.169)	(0.014)	(0.074)
观察值数目	903	903	903
相互作用（外生因变量×结构—活动）	0.179		
	(0.852)		
相互作用（外生因变量×结构—规模）		0.747	
		(0.302)	
相互作用（外生因变量×结构—合计）			0.574

续前表

因变量：产业增长 1980—1989			
	结构—活动	结构—规模	结构—合计
			(0.465)
相互作用（外生因变量×金融—合计）	1.400	1.268	1.163
	(0.193)	(0.014)	(0.081)
观察值数目	903	903	903

注释：因变量是各个国家和地区各种产业 1980—1990 年间每年混合增长率的真实值。异方差强标准误 p 值在括号中显示。所有的回归还包括 20 世纪 80 年代制造业附加值占全部附加值的比重。所有的回归都是 IV。我们采用英国、法国和德国法律起源虚拟变量和天主教、穆斯林和新教人口占总人口的比例作为金融发展、金融结构发展和金融结构的工具。

金融—活动＝log（作为 GDP 一部分的交易总值×作为 GDP 一部分的金融机构对私人部门的债权）

金融—规模＝log（市场资本和作为 GDP 一部分的金融机构对私人部门的债权）

金融—合计＝结构—活动和结构—规模的首要成分

结构—活动＝log（交易总值除以商业银行对私人部门的债权）

结构—规模＝log（市场资本除以商业银行对私人部门的债权）

结构—合计＝结构—活动、结构—规模和结构—效率的首要成分

5.4.4 产业增长、新企业创建和法律与金融观点

表 5—10 的结果显示，在债权人和股东权利水平较高，并且对这些权力执行较有效的国家和地区，外部依赖产业增长较快，并且新企业的创建较容易。虽然这些相互作用项与金融结构并不显著，但三个法律变量的相互作用项在所有六个回归中在 10%的水平上共同显著。单独相关系数的 p 值意味着，法律执行对外部依赖产业增长和这些产业的新企业创建特别重要。

表 5—10　　　　金融结构、法律环境和产业成长

	结构—活动	结构—规模	结构—合计
因变量：产业增长 1980—1989			
相互作用（外生因变量×结构—活动）	—1.494		
	(0.124)		
相互作用（外生因变量×结构—规模）		—0.543	
		(0.695)	
相互作用（外生因变量×结构—合计）			—1.651
			(0.243)
相互作用（外生因变量×债权人）	0.229	0.300	0.181
	(0.687)	(0.614)	(0.756)

续前表

	结构—活动	结构—规模	结构—合计
因变量：产业增长 1980—1989			
相互作用（外生因变量×制约董事）	1.327	0.598	1.455
	(0.078)	(0.594)	(0.178)
相互作用（外生因变量×法规）	1.179	0.818	1.059
	(0.001)	(0.001)	(0.001)
F 检验债权人、制约董事和法规	4.77	4.95	4.92
	(0.003)	(0.002)	(0.002)
观察值数目	1 016	1 016	1 016
因变量：企业数目增长，1980—1989			
相互作用（外生因变量×结构—活动）	−0.858		
	(0.329)		
相互作用（外生因变量×结构—规模）		0.104	
		(0.926)	
相互作用（外生因变量×结构—合计）			−0.564
			(0.650)
相互作用（外生因变量×债权人）	0.749	0.788	0.749
	(0.138)	(0.118)	(0.137)
相互作用（外生因变量×制约董事）	1.175	0.440	0.928
	(0.126)	(0.069)	(0.343)
相互作用（外生因变量×法规）	0.719	0.472	0.588
	(0.012)	(0.010)	(0.024)
F 检验债权人、制约董事和法规	2.49	3.05	2.39
	(0.059)	(0.028)	(0.067)
观察值数目	903	903	903

注释：因变量是各个国家和地区各种产业 1980—1990 年间每年混合增长率的真实值。下一栏的因变量是各国各企业 20 世纪 80 年代与 90 年代机构数量的对数差。异方差强标准误 p 值在括号中显示。所有的回归还包括 20 世纪 80 年代制造业附加值占全部附加值的比重。所有的回归都是 IV。我们采用英国、法国和德国法律起源和法律决定因素。

金融—活动＝log（作为 GDP 一部分的交易总值×作为 GDP 一部分的金融机构对私人部门的债权）

金融—规模＝log（市场资本和作为 GDP 一部分的金融机构对私人部门的债权）

金融—合计＝结构—活动和结构—规模的首要成分

债权人＝债权人权益保障指数

制约董事＝少数股东权益保障指数

法规＝一国法律和秩序传统的度量值

5.4.5 敏感性分析

221 我们的发现对于很多敏感性检验是可信的（Beck and Levine 2000a）。

首先，当我们采用了一个 42 个国家和地区（部分国家和地区不在本章的 48 个国家和地区的样本中）的大样本，我们的结论并没有改变。国家和地区的金融部门越发达，对外部投资者的保护越有力，需要外部资金的产业发展越快，而金融结构无法解释不同国家和地区的产业增长类型。其次，我们采用外部依赖的相对度量值。确切地讲，我们采用了一个加拿大企业样本的外部度量值，来检验我们的结果是否只是美国金融系统的特例。结论并没有改变。因为新企业对外部资金特别依赖，所以我们还采用上市超过十年的企业样本来计算外部资金度量值。我们的主要发现又一次得到支持。最后，为了探讨对外部资金非常依赖的产业的增长是否受到扭曲的金融系统的影响，我们采用了一个度量不平衡金融系统的指标。如同在国家和地区横截面分析中一样，我们没有发现不平衡指标有任何显著影响。

5.4.6 小结

我们从国家和地区—产业横截面分析中得到的结论肯定了从国家和地区横截面回归中得到的结果，也支持了金融服务和法律与金融观点。经济中金融发展水平越高，法律系统对外部投资者的保护越有力，相对更依赖于外部资金的产业增长越快。在市场导向型或者银行导向型金融系统中，严重依赖外部资金的产业并不增长得更快，新企业也不创建得更快。所以，是总体金融发展水平，而不是金融系统的特定结构推动新 223
企业去克服获得外部资金的障碍。

5.5 企业层次结果

在这一部分，我们采用来自 36 个国家和地区从 1990 年到 1995 年 6 年间的数据，来探讨在具有不同结构的金融系统中，企业获得外部资金的渠道是否不同，或者金融发展总体水平和法律系统是否决定了企业获得外部资金的渠道。接着我们描述了所采用的方法和数据；评估市场导向型、银行导向型和金融—服务观点；并探讨了法律制度对企业获得外部资金渠道的重要性。

5.5.1 计量经济学方法和数据

我们沿用了德米尔古克-肯特和马克斯诺维奇（1998，2000）开发的方法来度量企业在经济中的发展是否受到金融制约。企业增长与金融发展和结构之间的简单相关并不控制不同国家和地区同一产业中的企业对外部资金需求量的不同。因为不同国家和地区的利润率可能不同，或者是投资机会和需求可能不同，所以不同国家和地区中的企业可能会采用不同的技术，从而可能会出现这些不同。在我们的经验检验中，我们考虑了这些因素影响对外部资金需求的可能。为了控制企业层次上的这
224 些不同，我们计算了各个企业在经济中能够增长的比率，采用（1）仅限于它的外部资金或者（2）采用它的外部资金和短期借款。然后我们计算增长率超过这两个估计比率的企业所占的百分比。这些统计产生一个对经济中依赖外部资金来促进增长的企业的比率的估计。

企业层次的数据与33个国家和地区中最大的上市制造业企业会计数据，均来自 worldscope 数据库。利用标准的“销售比率”融资计划模型（Higgins，1977），我们估计了企业的潜在增长率。基于以下三个基本假设，这种方法将企业的销售增长率与它对投资资金的需要联系了起来。第一，用于制造供销售产品的资产比率恒定。第二，企业销售的单位利润恒定。最后，经济折旧率等于会计折旧率。基于这些假定，年增长率为 g_t 的企业在 t 期的融资需要为

$$EFN_t = g_t \times Assets_t - (1+g_t) \times Earnings_t \times b_t \qquad (5.3)$$

其中，EFN_t 指外部融资需求，b_t 指企业在 t 期的投资收益比率。投资收益指息税后收益。（5.1）式右边第一项表示增长率为 g_t 的企业的投资需求，第二项是内部可用的投资资金，假定固定保留比率为 b_t。

我们采用了两个不同的企业可达到的增长比率估计值。内部融资增长率 IG_t 是指通过内部资源来融资的最大增长率。假定企业获得所有的收益，也就是，$b_t=1$，相当于 $EFN_t=0$，通过求解（5.1）式我们可以得到 g_t

$$IG_t = ROA_t/(1-ROA_t) \qquad (5.4)$$

其中，ROA_t 是企业从资产（Earnings/Assets）上获得的收益。因此，IG 的定义假定企业增长不依赖于任何外部资源。

如果企业将其所有收益进行再投资，并获得足够的短期外部资源以保持其短期负债—资产比率，这时企业所获得的最大增长率就是短期融资增长率 SG_t。为了计算 SG_t，我们首先将（5.1）式中的总资产替换为通过新的长期资本融资的资产，此资产为总资产乘以 1 减去短期负债比总资产的比率。于是 SG_t 计算如下 225

$$SG_t = ROLTC_t/(1-ROLTC_t) \tag{5.5}$$

其中，$ROLTC_t$ 是息税后收益比长期资产的比率。因此，SG 的定义假定企业不通过任何长期借款或出售股权来为其增长融资。

出于几个原因，对 IG 和 SG 的估计有些保守。第一，我们假定，一家企业利用不受强制的融资资源——当出现 IG 时，利用商业信贷，当出现 SG 时，利用商业信贷和短期借款——和该企业当前所做的类似。第二，与没有获得外部资源的企业的预计增长率相比，具有闲置容量的企业不需要去投资就可以增长得更快。第三，融资计划模型吸收了技术优势，这种技术优势减少了对投资资本的需求。所以，可能夸张了增长成本，而低估了采用不受强制的融资资源的企业的最高增长比率。

于是，对于各个国家和地区，我们计算了实际年销售增长率分别超过 IG_t 和 SG_t 的企业比重。$STCOUNT_t$ 计为 $\sum_f d_{fit}/n_{it}$，其中 n_{it} 是 i 国 t 时期的企业数量，如果企业 f 的实际销售增长率超过 IG_{fit}，则 d_{fit} 等于 1，否则等于 0。$LTCOUNT_{it}$ 的计算类似，采用 IG_{fit}，所以 $STCOUNT_t$ 是估计 i 国 t 时期获得外部融资的企业比重的估计值，而 $LTCOUNT_{it}$ 则是估计 i 国 t 时期获得长期外部融资的企业比重的估计值。

表 5—11 列出了我们样本中所有 33 个国家和地区的 $STCOUNT$ 和 $LTCOUNT$ 均值。在获得外部融资的企业比重上有很大的不同。在新西兰，达到增长率要求的企业中，只有 26% 的企业需要外部融资，而在奥地利则有 100% 的企业需要。在智利，只有 17% 的企业的增长率超过利用内部和短期外部资金来预测的增长率，而在奥地利则有 100%。这些不同似乎是受到外部资金的直接和间接供给的影响，在各种经济中，企业的组成都是在利用可用的融资资源的合并和分化中演进的。

表 5—11　　　　不同国家和地区间的企业成长

国家和地区	STCOUNT	LTCOUNT
阿根廷	0.51	0.46
澳大利亚	0.46	0.39
奥地利	1.00	1.00
比利时	0.45	0.38
巴西	0.49	0.48
加拿大	0.65	0.61
智利	0.29	0.17
哥伦比亚	0.33	0.33
丹麦	0.43	0.35
芬兰	0.47	0.42
法国	0.38	0.29
德国	0.93	0.92
英国	0.39	0.28
希腊	0.36	0.28
印度	0.53	0.38
爱尔兰	0.64	0.55
以色列	0.58	0.46
意大利	0.41	0.35
日本	0.43	0.36
马来西亚	0.54	0.49
墨西哥	0.52	0.47
荷兰	0.36	0.26
新西兰	0.26	0.23
挪威	0.46	0.41
巴基斯坦	0.46	0.32
菲律宾	0.35	0.30
葡萄牙	0.40	0.36
南非	0.27	0.19
西班牙	0.38	0.32
瑞典	0.46	0.38
瑞士	0.33	0.28
泰国	0.49	0.35
美国	0.44	0.39

注释：STCOUNT 是成长快于采用国际资源预测的速度的企业的比例。LTCOUNT 是成长快于采用国际资源和短期借款预测的速度的企业的比例。数据平均涉及 1990—1995 年。

227 为了分析我们样本中的 33 个国家和地区 6 年间的不同假设，我们进行了如下的回归：

$$y_{it}=\beta_1 FD_{it}+\beta_2 FS_{it}+\beta_3 CV_{it}+\varepsilon_{it} \qquad (5.6)$$

其中，y 是 STCOUNT 或者 LTCOUNT，FD 是上面定义的五个金融发展指数之一，FS 是五个金融结构指数之一，CV 是一套控制变量，ϵ 是误差项。

我们利用 IV 技术来控制联立偏误和逆因果律从而估计了等式(5.6)。具体而言，如同 5.3 和 5.4 部分，我们将会利用国家和地区的法律起源来表示金融发展水平和结构的外生因素。

为了估计获得外部资源的企业比重与金融发展水平和结构之间联系的可信程度，我们包括了几个控制变量。具体而言，我们包括了企业的平均规模，因为与经济关联更紧密的企业可能在获得外部融资方面比小企业更便利。我们包括了通货膨胀率，以控制在高通货膨胀经济中企业融资状态的度量误差。我们包括了真实人均 GDP 的水平和增长比率。我们包括了真实人均 GDP 水平，以控制与经济发展水平相关但独立于金融系统的决定企业获得外部融资的因素。我们包括了真实人均 GDP 的增长率，以控制企业依赖于经济增长比率而增长的可能。最后，我们包括了法律，以控制法律系统的影响，而法律系统是独立于金融系统的影响的。

5.5.2 企业增长途径与金融结构

表 5—12 的结果显示，在金融结构不同的国家和地区中，企业对外部资金需求的比率并没有不同。为了简要，表格仅显示了关键变量——金融结构。顶部的部分显示了 STCOUNT 的结果，底部的部分显示了 LTCOUNT 的结果。除了结构—规模外，没有一个金融结构指标在 STCOUNT 或者 LTCOUNT 的回归中在 5%的水平上显著。这些结论与市场导向型或者银行导向型观点不一致。

表 5—12 **金融结构和企业成长**

解释变量	相关系数	标准误	t 统计量	p 值	观察值的数目	国家和地区
1. 因变量：STCOUNT						
结构—活动	−0.010	0.020	−0.479	0.632	172	33
结构—规模	−0.091	0.024	−3.846	0.000	172	33
结构—效率	−0.014	0.017	−0.829	0.408	172	33
结构—合计	−0.031	0.018	−1.757	0.081	172	33
2. 因变量：LTCOUNT						
结构—活动	−0.010	0.021	−0.494	0.622	172	33
结构—规模	−0.100	0.024	−4.098	0.000	172	33

续前表

解释变量	相关系数	标准误	t统计量	p值	观察值的数目	国家和地区
结构—效率	−0.010	0.017	−0.566	0.572	172	33
结构—合计	−0.032	0.019	−1.738	0.084	172	33

注释：STCOUNT 是成长快于采用内部资源预测的速度的企业的比例。LTCOUNT 是成长快于采用内部资源和短期借款预测的速度的企业的比例。条件信息集合：真实人均 GDP 增长水平，通货膨胀率，一国企业总资产除以 GDP 和法规。我们采用英国、德国和法国的法律起源作为金融结构的工具。

结构—活动＝log（交易总值除以商业银行对私人部门的债权）

结构—规模＝log（市场资本除以商业银行对私人部门的债权）

结构—效率＝log（作为 GDP 一部分的交易总值×银行的作为总资产一部分的管理费用）

结构—合计＝结构—活动、结构—规模和结构—效率的首要成分

229 表 5—13 的结论支持了金融服务观点。我们又一次只关注我们感兴趣的变量——金融发展。金融发展所有的四个指标都在 STCOUNT 回归中在 5%的水平上显著正相关。这意味着，在金融部门发展水平越高的经济中，企业增长率与外部融资的需求水平越能保持一致。金融发展所有的四个指标都在 LTCOUNT 回归中在 10%的水平上显著正相关。我们将此结论解释为，它证明在金融部门发展越好的国家和地区中，企业增长率与外部融资的需求水平越能保持一致。

表 5—13　　金融发展和企业成长

解释变量	相关系数	标准误	t统计量	p值	观察值的数目	国家和地区
1. 因变量：STCOUNT						
金融—活动	0.056	0.025	2.219	0.028	172	33
金融—规模	0.154	0.069	2.248	0.026	172	33
金融—效率	0.059	0.028	2.134	0.034	172	33
金融—合计	0.092	0.041	2.230	0.027	172	33
2. 因变量：LTCOUNT						
金融—活动	0.049	0.026	1.897	0.060	172	33
金融—规模	0.143	0.070	2.029	0.044	172	33
金融—效率	0.048	0.029	1.661	0.099	172	33
金融—合计	0.080	0.043	1.887	0.061	172	33

注释：STCOUNT 是成长快于采用内部资源预测的速度的企业的比例。LTCOUNT 是成长快于采用内部资源和短期借款预测的速度的企业的比例。条件信息集合：真实人均 GDP 增长水平，通货膨胀率，一国企业总资产除以 GDP 和法规。我们采用英国、德国和法国的法律起源作为金融发展的工具。

金融—活动＝log（作为 GDP 一部分的交易总值×作为 GDP 一部分的金融机构对私人部门的债权）

金融—规模＝log（市场资本和作为 GDP 一部分的金融机构对私人部门的债权）

金融—效率＝log（作为 GDP 一部分的交易总值除以银行作为总资产一部分的管理费用）

金融—合计＝结构—活动、结构—规模和结构—效率的首要成分

5.5.3 企业的超常增长以及法律和金融观点

为了探讨法律和金融观点，我们首先将金融发展指标与三个法律指标，**债权人**，**制约董事**和**法规**进行回归。这些回归的拟和值显示了一个国家和地区的法律环境会对金融发展水平产生怎样的影响。我们也利用各个回归产生的残差——**超常—融资**——来显示那些不受法律影响的金融发展的组成。第二步，我们运行等式（5.7），它包括了第一步得出的金融发展预期值和**超常—融资**。法律和金融观点预期拟合的**金融**值存在正的系数，而**超常—融资**的系数则不显著。**超常—融资**的显著正相关系数将意味着不受关于企业成长的法律系统影响的金融部门有其他的重要组成。**超常—融资**的显著负相关系数则将意味着金融部门的成长不受到妨碍企业成长的法律基础结构的影响。

表 5—14 提供的结果支持了法律和金融观点。我们只列出关于金融发展指标拟合值与**超常—金融**各自的系数。顶部的结果意味着，在法律系统有利于大的、活跃的、有效的银行和股票市场的发展的经济中，企业增长率与外部融资的需求水平比较能保持一致。除了金融—规模之外，所有的金融发展预期指标都显著为正。回归中没有任何超常—融资指数显著。底部的结论更明显。回归中所有的金融发展预期指标都显著为 232
正，而且没有任何超常—融资指数显著。这意味着，在合同环境有利于金融发展的经济中，企业增长率与外部融资的需求水平比较能保持一致。

表 5—14　　企业成长和法律导向型观点

解释变量	相关系数	标准误	t 统计量	p 值	观察值的数目	国家和地区
1. 因变量：STCOUNT						
金融—活动	0.057	0.029	1.998	0.046	172	33
超常—金融—活动	0.013	0.017	0.760	0.447		
金融—规模	0.100	0.066	1.511	0.131	172	33
超常—金融—规模	−0.013	0.047	−0.283	0.778		
金融—效率	0.074	0.033	2.236	0.025	172	33
超常—金融—效率	0.021	0.018	1.145	0.252		
金融—合计	0.090	0.046	1.972	0.049	172	33
超常—金融—合计	0.019	0.030	0.651	0.515		
2. 因变量：LTCOUNT						
金融—活动	0.080	0.029	2.761	0.006	172	33

续前表

解释变量	相关系数	标准误	t统计量	p值	观察值的数目	国家和地区
超常—金融—活动	0.022	0.017	1.262	0.207		
金融—规模	0.150	0.067	2.227	0.026	172	33
超常—金融—规模	0.010	0.048	0.199	0.842		
金融—效率	0.093	0.034	2.757	0.006	172	33
超常—金融—效率	0.025	0.018	1.371	0.170		
金融—合计	0.123	0.046	2.665	0.008	172	33
超常—金融—合计	0.033	0.030	1.094	0.274		

注释：STCOUNT是成长快于采用内部资源预测的速度的企业的比例。LTCOUNT是成长快于采用内部资源和短期借款预测的速度的企业的比例。所有的回归都利用具有随机效果的综列数据来估计。条件信息集合：真实人均GDP增长率和水平，通货膨胀率，一国企业总资产除以GDP和法规。

金融—活动、规模、效率和合计是预测值，这个预测值来自金融—活动、规模、效率和合计对债权人、制约董事和法规的回归。超常－金融指的是来自于各自回归的残差。

金融—活动＝log（作为GDP一部分的交易总值×作为GDP一部分的金融机构对私人部门的债权）

金融—规模＝log（市场资本和作为GDP一部分的金融机构对私人部门的债权）

金融—效率＝log（作为GDP一部分的交易总值除以银行作为总资产一部分的管理费用）

金融—合计＝结构—活动、结构—规模和结构—效率的首要成分

5.5.4 敏感性分析

利用了一个包含38个国家和地区（一些国家和地区不包括在本章48个国家和地区的样本中）的大样本，我们肯定了我们主要的发现。[15]在金融发展水平越高、对外部投资者保护越好的国家和地区，企业增长率与外部融资的需求水平越能保持一致，因此，只有法律系统而非金融结构和金融发展才能解释企业的成长。

德米尔古克-肯特和马克斯诺维奇（2000）采用一种不同的方法来检验法律和金融观点。确切地讲，他们允许银行业部门和股票市场发展采用不同的系数。在第一阶段，他们对银行业部门的**法规**发展指数、习惯法起源虚拟变量、**制约董事**和通货膨胀率进行回归。他们发现，银行业部门和股票市场的预期发展水平能够解释企业需要外部融资的比率增长的部分原因，从第一步的回归得出的残差不具有任何解释力。在LT-COUNT回归中，只有股票市场预期发展水平显著，而银行部门的预期发展水平并不显著。此外，从第一步回归中得到的残差不具有任何解释力。这意味着，任何超出宏观环境和法律系统水平的金融发展都不能解释企业的成长。

5.5.5 小结

利用企业层次的数据，我们肯定了前面的发现。金融结构并没能解释企业增长超过内部资金和短期借款预测的比率的原因。这与市场导向型和银行导向型观点都不一致。国家和地区金融部门发展水平越高，企 233
业增长率与外部融资的需求水平越能保持一致，这与金融一服务观点一致。而且，我们发现，在合同环境支持金融部门发展的国家和地区中，企业增长率与外部融资的需求水平比较能保持一致。超过法律系统预测的水平的金融部门发展对于企业的增长没有任何解释力。这与法律和金融观点一致。

5.6 结　论

本章探讨了金融结构——金融系统市场导向型或者银行导向型的程度——和经济发展之间的关系。我们采用了三种方法。多国方法采用多国数据来评估在市场导向型或者银行导向型金融系统中经济是否会增长得更快。产业方法采用了国家和地区一产业来评估严重依赖外部融资的产业在市场导向型或者银行导向型金融系统中是否增长得更快，或者金融结构是否影响了新企业的创建率。最后，企业层次方法采用大量经过挑选的国家和地区的企业层次的数据，从而检验在市场导向型或者银行导向型金融系统中，企业的增长是否超过内部资金和短期借款所能预测的比率。

多国回归、产业估计和企业层次分析提供了显著一致的结论。在区分金融系统时，金融结构并不是很好的分析途径。更确切地说，在市场导向型或者银行导向型金融系统中，国家和地区并不增长得更快，金融依赖的产业并不扩张得更快，新企业并不更容易创建，企业获得外部资金并不更容易，企业的增长并不更快。

我们发现了强有力的证据支持金融结构的金融服务和法律与金融观点。我们发现，国家和地区总体金融部门发展水平越高，法律系统对外部投资者的保护越有效，经济增长就越快，严重依赖外部资金的产业扩张得越快，新企业创建越容易，企业越容易获得外部资金，企业增长也越快。这些结论与金融服务和法律与金融理论一致。

附录 5—1　　不同国家和地区间的金融发展、金融结构和法律系统指数

国家和地区	金融—活动	金融—规模	金融—效率	金融—合计	金融—虚拟	结构—活动	结构—规模	结构—效率	结构—合计	结构—虚拟	制约董事	债权人	法律	法律起源
阿根廷	−5.99	−1.62	−1.91	−1.39	0	−2.15	−1.09	−6.28	−0.18	0	4	1	3.21	F
澳大利亚	−2.14	0.22	1.71	0.84	1	−1.18	−0.09	−5.58	0.80	1	4	1	6.00	E
奥地利	−3.36	−0.06	0.48	0.26	1	−3.04	−2.46	−6.92	−1.27	0	2	3	6.00	G
比利时	−4.37	−0.47	0.19	−0.16	0	−2.38	−0.36	−6.94	−0.17	0	0	2	6.00	F
巴西	−4.14	−1.01	−0.62	−0.53	0	−0.92	−0.31	−4.87	1.01	1	3	1	3.79	F
加拿大	−2.14	0.20	1.84	0.86	1	−1.14	−0.06	−5.59	0.82	1	5	1	6.00	E
智利	−3.96	−0.07	0.20	0.10	1	−2.46	−0.03	−6.74	0.00	0	5	2	4.21	F
哥伦比亚	−6.31	−1.09	−2.51	−1.31	0	−3.04	−0.78	−7.50	−0.75	0	3	0	1.25	F
塞浦路斯	−4.44	−0.04	−1.06	−0.21	1	−3.62	−1.11	−7.31	−1.05	0			3.59	E
丹麦	−3.63	−0.45	0.58	0.05	0	−1.87	−0.62	−6.08	0.17	1	2	3	6.00	S
厄瓜多尔	−5.75	−1.25	−1.52	−1.10	0	−2.19	−0.43	−6.65	−0.04	0	2	4	4.00	F
埃及	−6.85	−1.11	−1.55	−1.23	0	−4.14	−1.54	−9.60	−2.09	0	2	4	2.50	F
芬兰	−3.52	−0.16	0.98	0.28	1	−2.72	−1.29	−7.23	−0.76	0	3	1	6.00	S
法国	−2.57	0.10	0.64	0.50	1	−2.28	−1.42	−5.60	−0.17	0	3	0	5.39	F
德国	−1.76	0.10	1.91	0.89	1	−1.52	−1.53	−5.26	0.17	1	1	3	5.54	G
加纳	−9.07	−1.88	−2.71	−2.20	0	−2.17	1.34	−8.52	0.16	1			2.00	E
希腊	−5.05	−0.73	−0.92	−0.62	0	−2.65	−1.02	−7.37	−0.66	0	2	1	3.71	F
洪都拉斯	−5.15	−1.08	−0.76	−0.77	0	−2.34	−1.46	−7.06	−0.63	0			2.07	F
印度	−4.35	−0.92	0.52	−0.30	0	−1.61	−0.60	−6.58	0.14	0	5	4	2.50	E
爱尔兰	−2.41	−0.11	4.14	1.11	1	−0.64	−0.03	−8.02	0.33	1	4	1	4.68	E

续前表

国家和地区	金融—活动	金融—规模	金融—效率	金融—合计	金融—虚拟	结构—活动	结构—规模	结构—效率	结构—合计	结构—虚拟	制约董事	债权人	法律	法律起源
以色列	−2.52	−0.23	1.43	0.51	1	−1.15	−0.56	−5.10	0.75	1	3	4	2.89	E
意大利	−3.89	−0.47	0.13	−0.09	1	−2.52	−1.45	−6.54	−0.55	0	1	2	5.00	F
牙买加	−4.82	−0.66	−0.96	−0.55	0	−2.04	0.08	−6.12	0.38	1			2.11	E
日本	−0.43	0.88	3.32	1.76	1	−1.00	−0.35	−5.24	0.86	1	4	2	5.39	G
肯尼亚	−6.83	−0.90	−2.30	−1.27	0	−3.93	−0.48	−8.88	−1.37	0	3	4	3.25	E
马来西亚	−1.08	0.63	3.27	1.52	1	−0.32	0.60	−4.97	1.59	1	4	4	4.07	E
墨西哥	−4.50	−1.13	0.23	−0.49	0	−0.85	−0.02	−5.75	0.90	1	1	0	3.21	F
荷兰	−1.41	0.52	2.95	1.35	1	−1.36	−0.60	−6.26	0.33	1	2	2	6.00	F
新西兰	−3.14	−0.06	1.07	0.42	0	−1.64	−0.02	−6.12	0.49	1	4	3	6.00	E
挪威	−2.91	0.04	0.91	0.47	1	−2.06	−1.15	−6.49	−0.23	0	4	2	6.00	S
巴基斯坦	−5.41	−1.13	−0.45	−0.78	0	−2.51	−0.98	−7.47	−0.62	0	5	4	1.82	E
巴拿马	−6.55	−0.55	−1.76	−0.95	1	−5.17	−1.94	−9.98	−2.75	0			2.11	F
秘鲁	−6.60	−1.84	−2.02	−1.62	0	−1.54	−0.07	−6.53	0.39	1	3	0	1.50	F
菲律宾	−4.17	−0.69	0.03	−0.26	0	−1.47	−0.10	−5.92	0.58	1	3	0	1.64	F
葡萄牙	−4.32	−0.34	−0.19	−0.17	1	−3.40	−2.10	−7.52	−1.43	0	3	1	5.21	F
南非	−2.81	0.74	0.75	0.79	1	−1.90	0.94	−5.91	0.85	1	5	3	2.65	E
西班牙	−3.11	−0.10	0.57	0.30	1	−2.36	−1.29	−6.14	−0.31	0	4	2	4.68	F
斯里兰卡	−5.97	−1.14	−1.26	−1.03	0	−2.66	−0.39	−7.37	−0.41	0	3	3	1.14	E
瑞典	−1.91	0.39	1.49	0.92	1	−1.18	−0.15	−5.47	0.80	1	3	2	6.00	S

续前表

国家和地区	金融—活动	金融—规模	金融—效率	金融—合计	金融—虚拟	结构—活动	结构—规模	结构—效率	结构—合计	结构—虚拟	制约董事	债权人	法律	法律起源
瑞士	0.55	0.91	2.98	1.88	1	−0.39	−0.71	−3.03	1.58	1	2	1	6.00	G
泰国	−1.98	−0.06	2.33	0.86	1	−0.92	−0.66	−5.52	0.68	1	2	3	3.75	E
特立尼达和多巴哥	−5.32	−0.50	−11.52	−0.67	0	−3.41	−1.00	−7.72	−1.04	0			4.00	E
突尼斯	−5.52	−0.44	−1.00	−0.58	1	−4.29	−1.91	−8.90	−2.09	0			2.79	F
土耳其	−4.77	−1.61	−0.03	−0.81	0	−0.73	−0.74	−5.54	0.71	1	2	2	3.11	F
英国	−1.33	0.41	2.72	1.27	1	−0.74	0.02	−4.79	1.24	1	5	4	5.14	E
美国	−0.80	0.64	2.24	1.37	1	−0.64	−0.11	−4.38	1.34	1	5	1	6.00	E
津巴布韦	−6.14	−1.04	−1.37	−1.04	0	−2.58	0.03	−7.88	−0.35	0	3	4	2.21	E

注释：金融—活动＝log（作为 GDP 一部分的交易总值×作为 GDP 一部分的金融机构对私人部门的债权）
金融—规模＝log（市场资本和作为 GDP 一部分的金融机构对私人部门的债权）
金融—效率＝log（作为 GDP 一部分的交易总值除以银行作为总资产一部分的管理费用）
金融—合计＝结构—活动、结构—规模和结构—效率首要成分
金融—虚拟＝如果作为 GDP 一部分的银行对私人部门的债权和作为 GDP 一部分的交易总值小于样本均值，它就等于 0，否则等于 1。
结构—活动＝log（交易总值除以商业银行对私人部门的债权）
结构—规模＝log（市场资本除以商业银行对私人部门的债权）
结构—效率＝log（作为 GDP 一部分的交易总值×银行的作为总资产一部分的管理费用）
结构—合计＝结构—活动、结构—规模和结构—效率首要成分
结构—虚拟＝如果结构—总体大于样本中值，它就等于 1，否则等于 0。
债权人＝债权人权益保障指数
制约董事＝少数股东权益保障指数
法规＝一国法律和秩序传统的度量值
法律起源：E＝英国，F＝法国，G＝德国，S＝斯堪的纳维亚

表 5A—2　　不同产业间的外部依赖

ISIC code	产业部门	外部依赖
314	烟草	—0.45
361	陶器	—0.15
323	皮革	—0.14
3 211	纺纱	—0.09
324	工作鞋	—0.08
372	有色金属	0.01
322	衣服	0.03
353	炼油	0.04
369	非金属矿产品	0.06
313	饮料	0.08
371	钢铁	0.09
311	食品	0.14
3 411	纸浆、纸	0.15
3 513	人造树脂	0.16
341	纸和纸产品	0.18
342	印刷和出版	0.20
352	其他化工	0.22
355	橡胶产品	0.23
332	设备	0.24
381	金属产品	0.24
3 511	除了化肥的基础工业产品	0.25
331	木材制品	0.28
384	运输设备	0.31
354	石油和煤产品	0.33
3 843	机动车辆	0.39
321	纺织品	0.40
382	机械	0.45
3 841	船	0.46
390	其他产业	0.47
362	玻璃	0.53
383	电机	0.77
385	专业和科学产品	0.96
3 832	无线电设备	1.04
3 825	办公室和计算机用品	1.06
356	塑料产品	1.14
3 522	药品	1.49

资料来源：雷金和津格利斯（1998）。

外部依赖定义为资本性支出（计算＃128）减去经营现金流除以资本性支出。广义经营现金流定义为来自经营的可计算资金总和（项目＃110），随着存货、应收账款增加而减少，随着应付账款的增加而增加。

参考文献

239 Allen, Franklin, and Douglas Gale. 1999. *Comparing financial systems*. Cambridge, MA: MIT Press.

Beck, Thorsten, and Ross Levine. 2000a. Industry growth and capital allocation: Does having a market- or bank-based system matter? Mimeo, Finance Department, University of Minnesota.

Beck, Thorsten, and Ross Levine. 2000b. Stock markets, banks, and growth: Correlation or causality? Mimeo, Policy Research Department, World Bank.

Beck, Thorsten, Ross Levine, and Norman Loayza. 2000. Finance and the sources of growth. *Journal of Financial Economics* 58 (1): 261-300.

Bhide, Amar. 1993. The hidden costs of stock market liquidity. *Journal of Financial Economics* 34 (1): 1-51 (August).

Boot, Arnoud W. A., Stuart J. Greenbaum, and Anjan V. Thakor. 1993. Reputation and discretion in financial contracting. *American Economic Review* 83: 1 165-1 183.

Boyd, John H., and Bruce D. Smith. 1996. The co-evolution of the real and financial sectors in the growth process. *World Bank Economic Review* 10 (2): 371-396 (May).

Boyd, John H., and Bruce D. Smith. 1998. The evolution of debt and equity markets in economic development. *Economic Theory* 12 (3): 519-560.

Cameron, Rondo, Olga Crisp, Hugh T. Patrick, and Richard Tilly, eds. 1967. *Banking in the early stages of industrialization: A study of comparative economic history*. New York: Oxford University Press.

Demirgüç-Kunt, Asll, and Vojislav Maksimovic. 1998. Law, Finance, and Firm Growth. Journal of Finance 53 (6): 2107—2137 (December).

Demirgüç-Kunt, Asll, and Vojislav Maksimovic. 1999. Institutions, financial markets and firm debt maturity. *Journal of Financial Economics* 54: 295-336.

Demirgüç-Kunt, Asll, arid Vojislav Maksimovic. 2000. Funding growth in bank-based and market-based financial systems: Evidence from firm-level data. Mimeo, Policy Research Department, World Bank.

240 Gerschenkron, Alexander. 1962. *Economic backwardness in historical perspective, a book of essays*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Glendon, M. A., M. W. Gordon, and C. Osakwe. 1982. *Comparative legal*

tradition in a nutshell. St. Paul, MN: West Publishing Co.

Haber, Stephan H. 1991. Industrial concentration and capital markets: A comparative study of Brazil, Mexico and the United States, 1830–1930. Journal of Economic History 51 (3): 559–580 (September).

Haber, Stephan H. 1997. Financial markets and industrial development: A comparative study of governmental regulation, financial innovation, and industrial structure in Brazil and Mexico, 1840–1940. In *How Latin America Fell Behind*, ed. Stephan Haber. Stanford, CA: Stanford University Press.

Hansen, L. P. 1982. Large sample properties of generalized method of moments estimators. *Econometrica* 50: 1029–1054.

Hellwig, Martin. 1998. On the economics and politics of corporate finance and corporate control. Mimeo, School of Business, University of Mannheim.

Higgins, Robert C. 1977. How much growth can a firm afford? *Financial Management* 6: 3–16.

King, Robert G., and Ross Levine. 1993a. Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics* 108: 717–738.

King, Robert G., and Ross Levine. 1993b. Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence. *Journal of Moneta1y Economics* 32: 513–542.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. 1997. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance* 52 (3): 1131–1150.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy* 106 (6): 1113–1155.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. 1999. The quality of government. *Journal of Law, Economics, and Organization* 15 (1): 222–279.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. 2000. Investor protection and corporate governance. Journal of Financial Economics 58 (1): 3–27.

Levine, Ross. 1997. Financial development and economic growth: Views and agenda. *Journal of Economic Literature* 35 (2): 688–726 (June).

Levine, Ross. 1998. The legal environment, banks, and long-run economic growth. *Journal of Money, Credit, and Banking* 30 (Pt. 2): 596–620 (August).

Levine, Ross. 1999. Law, finance, and economic growth. *Journal of Financial Intermediation* 8 (1/2): 36-67.

Levine, Ross. 2000. Bank-based or market-based financial system: Which is better? Mimeo, Department of Finance, University of Minnesota.

Levine, Ross. Forthcoming. Napoleon, bourses, and growth: With a Focus on Latin America. In Market Augmenting Government, ed. Omar Azfar and Charles Cadwell, Ann Arbort University of Michigan Press.

241 Levine, Ross, Norman Loayza, and Thorsten Beck. 2000. Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of Monetary Economics* 46 (1): 31-77.

Levine, Ross, and Sara Zervos. 1998. Stock markets, banks, and economic growth. *American Economic Review* 88 (3): 537-558 (June).

McKinnon, Ronald I. 1973. *Money and capital in economic development.* Washington, DC: Brookings Institution.

Morck, Randall, and Masao Nakkamura. 1999. Banks and corporate control in Japan. *Journal of Finance* 54: 319-340.

Neusser, Klaus, and Maurice Kugler. 1998. Manufacturing growth and financial development: Evidence from OECD countries. *Review of Economics and Statistics* 80: 636-646 (November).

Newey, W., and K. West. 1987. Hypothesis testing with efficient method of moments estimation. *International Economic Review* 28: 777-787.

Rajan, Raghuram G. 1992. Insiders and outsiders: The choice between informed and arms length debt. *Journal of Finance* 47 (4): 1367-1400 (September).

Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales. 1998. Financial dependence and growth. *American Economic Review* 88 (3): 559-586 (June).

Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales. 1999. Financial systems, industrial structure, and growth. Mimeo, School of Business, University of Chicago.

Rousseau, Peter L., and Paul Wachtel. 1998. Financial intermediation and economic performance: Historical evidence from five industrial countries. *Journal of Money, Credit, and Banking* 30 (4): 657-678 (November).

Rousseau, Peter L., and Paul Wachtel. Forthcoming. Equity markets and growth: Cross-country evidence on timing and outcomes, 1980—1995. *Journal of Banking and Finance.*

Stiglitz, Joseph E. 1985. Credit markets and the control of capital. *Journal of*

Money, *Credit and Banking* 17 (2): 133-152 (May).

Weinstein, David E., and Yishay Yafeh. 1998. On the costs of a bank-centered financial system: Evidence from the changing main bank relations in Japan. *Journal of Finance* 53 (2): 635-672.

Wurgler, Jeffrey. 2000. Financial Markets and the Allocation of Capital. *Journal of Financial Economics* 58 (1): 187-214.

【注释】

[1] 确切地说，企业层次的研究（德米尔古克-肯特和马克斯诺维奇，1998，1999）、产业层次的研究（雷金和津格利斯，1998；Wurgler，2000）、国家和地区案例研究（Cameron et al.，1967；Mckinnon，1973；Haber，1991，1997）、时间序列研究（Heusser and Kugler，1998；Rousseau and Wachtel，1998）、各国间研究（金和莱文，1993a，b；莱文和泽沃斯，1998）、各国间工具变量研究（莱文，1998，1999，2000）和集合跨国间、时间序列研究（贝克和莱文，2000b；贝克、莱文和罗扎，2000；莱文、罗扎和贝克，2000；Rousseau and Wachtel，即将出版）发现，金融发展水平与增长正相关，而且这种关系并不只是因为同时发生偏差。然而，我们注意到，这些发现并没有推翻经济行为影响金融发展的假设。这些发现仅仅意味着，金融发展存在外生成分，此外生成分对经济活动有积极影响，比如金融发展水平和经济增长之间存在的强烈正相关并不只是因为经济活动对金融发展的影响。

[2] 在本章的任何一处，新企业的建立都代表着新建立。

[3] 当然，有一些成本与开发这种统一方法相关。

[4] 莱文和泽沃斯（1998）指出了价值交易存在的一种潜在缺陷。如果展望股票市场预期大公司利润以及因此更高的经济增长，那么这将会推进股票价格并因此推进价值交易。然而，当我们利用换手率，它相当于价值交易除以市场资本，我们将会获得类似的结果。换手率并不受这种价格因素影响，因为股票价格进入分子和分母。

[5] 这不包括源自伊斯兰的法律系统和社会主义系统。

[6] 莱文、罗扎和贝克（2000）和贝克、莱文和罗扎（2000）在他们关于金融中介发展对经济增长影响的研究中，都使用过类似的条件信息集合。我们也尝试使用一个完全条件信息集合，它包括政策条件信息集合和公民自由、解放和政变、政治暗杀、官僚结构效率和腐败指数。结论都是类似的。

[7] 我们采用表 5—5（顶部）的**金融—活动**系数估计值。

[8] 结果可以索得，进一步的强检验也见 Levine (2000)。

[9] 我们不包括独立的金融发展或金融结构，因为我们关注的是一国内或者各

国间产业增长率。

[10] 这与来自各国间增长回归得出的收敛概念并不准确相符。我们这里包括制造业的份额而不是水平，因为我们关注一国内、各国间的增长比率。如同在雷金和津格利斯（1998）中，γ在大多数回归中显著负相关。

[11] 与各部门间增长回归不同，我们同时包括了金融机构和金融发展指数，因为在这些小组回归中我们能够探讨更多的变量。因此我们通过宗教成分来扩展我们的工具变量集合。

[12] 相对企业而言不存在可获得的各国家和地区间数据。建立定义为一个个体加入，在单一所有权或控制权下成为一体，或者成为有支配地位的一个，有几分独立位置。

[13] 因为**结构—效率**和**金融—效率**可获得的数据只有1990—1995年间，所以我们在这一部分不采用这些度量值。

[14] 贝克和莱文（2000a）表明，平均规模的企业的成长与金融发展或者金融结构都不相关。

[15] 结论可供讨论。

6. 金融结构和银行盈利性

埃斯里・德米尔古克-肯特
哈里・休伊曾加

6.1 导　言

在对银行与市场融资的相对依赖上，不同国家和地区有很大的差别。例如，德国和日本被视为银行导向型，因为在这些国家和地区中，与股票市场相比，银行的贷款量相当大。同时，美国和英国被视为更倾向于市场导向型。在第 3 章，德米尔古克-肯特和莱文基于一个由发展中国家和地区与发达国家和地区组成的大集合构造了金融系统的组织或者金融结构的指数，利用股票总体的相对规模、相对交易或者贸易量和相对效率指标，他们度量了银行与市场融资的相对重要性。发展中国家和地区的银行和股票市场显示出总体上的落后。随着国家和地区变得更 243

加富有，金融部门——银行、其他金融中介和股票市场——也变得更大、更活跃、更有效。而且，在发展中国家和地区，金融系统更倾向于银行导向。

世界上各种不同的金融系统引发了几个令经济学家很感兴趣的问题。大量文献已经显示，银行部门发展和股票市场发展都可能导致企业水平、产业水平以及国家和地区水平的更高增长。[1]然而，如同第 4 章所讨论的，金融结构——银行与市场的相对重要性——可能对企业绩效和经济长期增长也具有重要影响。德米尔古克-肯特和马克斯诺维奇（2000）和莱文（2000）特别分析了金融结构对企业绩效和经济增长的影响。

244 这一章我们关注银行业部门本身在不同金融系统中的绩效。本章具有双重目标。首先，我们探讨金融发展对银行利润的影响。其次，在控制了金融发展水平后，我们检验金融结构是否对银行绩效有独立影响。如果在不同的金融结构中运行的银行绩效不同（尤其是银行利润），这可能对经济增长具有重要意义。总之，如果金融结构的不同不会转化成企业银行融资成本的差异，那么它们是否重要可能就不太明确了。

据我们所知，首先要考虑金融结构对银行绩效的影响。利用大量发达国家和地区以及发展中国家和地区 1990—1997 年间银行层次的数据，我们探讨以下内容，一方面银行绩效各度量值之间是否有相关性，另一方面，银行和股票市场的发展水平和金融结构的度量值之间是否有相关性。

我们考虑了银行绩效的两个度量值：银行盈利性（以利润除以资产度量）和银行利息收入（以净利息收入除以资产度量）。作为一个会计恒等式，银行利息收入等于（税前）利润加上银行运营成本，加上贷款损失准备（并减去非利息收入）。银行利润和银行利息收入能够被视为银行业系统无效的指示器，因为它们在存款者因其存款而收到的利息率和贷款者为其贷款支付的利息率之间嵌入了一个楔子。同样，这些变量将影响企业的银行融资成本以及它们发现的有利可图的投资项目范围，并因此影响经济增长。

总之，我们发现，金融发展对银行绩效具有非常重要的影响。简单方法检验显示，具有不完全发展的金融系统的国家和地区，银行利润的水平显著较高。然而，一旦我们控制了金融发展水平，银行导向型和市

场导向型系统中，银行的利润没有显著不同。

这些关系很大程度上受到回归分析的肯定。确切地讲，我们发现，更高的银行发展与更低的银行盈利性和利息收入相关。更低的盈利性和更低的利息收入应该是因为银行间竞争加剧从而使效率提高的反映。另 245
一方面，股票市场的发展导致了银行利润的增加，特别是在金融发展水平较低的环境中，这意味着银行和股票市场融资互补。例如，股票市场发展可能促进了银行绩效，因为股票市场产生的关于企业的信息对银行而言也有帮助。作为选择，影响股票市场发展的法律和监管环境可能也会促进银行的运营。

本章的其余部分组织如下。6.2 部分讨论了数据。6.3 部分提供了经验结果。6.4 部分提供了一些结论。

6.2 数　据

此次研究将银行层次的盈利能力和利息收入数据、其他变量和金融结构多国数据结合在一起。我们的银行层次数据源于银行资产负债表和损益表，它们可以从 Fitch IBCA 的银行概览数据库获得。数据库涉及了经合发组织所有的国家和地区，也涉及了很多发展中国家和地区。此次研究涉及的国家和地区见表 6—1。对于大多数国家和地区而言，银行的覆盖范围是全面的，这些国家和地区涉及的银行能够代表世界范围银行资产的 90%左右。样本覆盖的时间为 1990—1997 年。

表 6—1　　　　银行特征

	利润	总资产	净利息收入	管理成本	股权	非利息收入 总资产	客户和短期 总资产
阿根廷	−0.004	0.052	0.076	0.197	0.548	0.215	0.656
澳大利亚	0.010	0.021	0.024	0.068	0.710	0.055	0.780
奥地利	0.008	0.018	0.029	0.080	0.423	0.052	0.803
比利时	0.005	0.018	0.022	0.072	0.301	0.031	0.889
玻利维亚	0.014	0.048	0.045	0.117	0.670	0.057	0.848
加拿大	0.003	0.019	0.021	0.090	0.694	0.041	0.844
智利	0.006	0.041	0.031	0.155	0.545	0.153	0.746
哥伦比亚	0.020	0.066	0.083	0.164	0.597	0.153	0.732

续前表

	利润	总资产	净利息收入	管理成本	股权	非利息收入总资产	客户和短期总资产
丹麦	0.013	0.047	0.035	0.105	0.526	0.036	0.825
厄瓜多尔	0.018	0.069	0.078	0.133	0.530	0.117	0.679
芬兰	—0.030	0.015	0.023	0.070	0.446	0.092	0.633
法国	0.003	0.029	0.036	0.100	0.488	0.056	0.768
希腊	0.009	0.029	0.037	0.076	0.389	0.084	0.868
危地马拉	0.009	0.062	0.059	0.096	0.487	0.165	0.695
洪都拉斯	0.031	0.076	0.044	0.109	0.552	0.124	0.779
印度	0.002	0.030	0.028	0.053	0.445	0.071	0.868
印度尼西亚	0.016	0.040	0.028	0.115	0.686	0.038	0.759
爱尔兰	0.010	0.017	0.011	0.144	0.496	0.033	0.849
意大利	0.010	0.033	0.038	0.092	0.455	0.066	0.742
日本	0.002	0.019	0.014	0.038	0.708	0.032	0.882
约旦	0.010	0.024	0.025	0.093	0.436	0.099	0.854
肯尼亚	0.018	0.049	0.040	0.102	0.560	0.127	0.826
韩国	0.003	0.021	0.026	0.084	0.554	0.102	0.751
马来西亚	0.017	0.027	0.015	0.082	0.590	0.093	0.815
墨西哥	0.012	0.043	0.046	0.177	0.568	0.126	0.773
尼泊尔	0.034	0.044	0.024	0.072	0.519	0.060	0.865
荷兰	0.007	0.014	0.014	0.090	0.451	0.029	0.776
新西兰	0.013	0.025	0.025	0.041	0.753	0.045	0.886
尼日利亚	0.025	0.059	0.084	0.092	0.260	0.139	0.675
挪威	0.009	0.027	0.023	0.057	0.771	0.041	0.800
巴拿马	0.015	0.027	0.020	0.101	0.629	0.046	0.849
巴拉圭	0.023	0.067	0.067	0.137	0.548	0.227	0.822
秘鲁	0.018	0.072	0.082	0.121	0.571	0.125	0.803
菲律宾	0.023	0.043	0.041	0.159	0.589	0.072	0.693
新加坡	0.014	0.021	0.012	0.153	0.579	0.163	0.828
南非	0.019	0.046	0.038	0.155	0.768	0.027	0.788
斯里兰卡	0.023	0.041	0.038	0.135	0.529	0.091	0.662
斯威士兰	0.020	0.058	0.062	0.065	0.647	0.066	0.876
瑞典	0.004	0.022	0.022	0.056	0.390	0.065	0.762
瑞士	0.015	0.017	0.045	0.183	0.521	0.048	0.629
泰国	0.008	0.028	0.019	0.073	0.841	0.039	0.857
英国	0.014	0.028	0.028	0.135	0.385	0.076	0.744
美国	0.017	0.039	0.036	0.081	0.603	0.088	0.741
赞比亚	0.045	0.119	0.123	0.131	0.240	0.237	0.768
平均	0.013	0.039	0.039	0.106	0.545	0.089	0.784

表 6—1 也提供了对各国经验研究所用的银行层次变量的均值。利润/总资产是税前利润除以总资产。两个国家和地区，阿根廷和芬兰，在这个样本的时间区间中经历了平均为负的银行利润。值得注意的是，日本银行平均的盈利率也很低，利润为总资产的 20%。另外，净利息收入/总资产是净利润收入除以总资产。所以，净利息收入/总资产是实得利息收入，这与事前利息收入（只是贷款利率减去存款利率）不同，因为贷款可能会违约。因而，净利息收入/总资产变量符合这样的事实，即收取高利率的银行可能会面临同样高的违约率。净利息收入/总资产的最低值由几个发达国家和地区拥有，特别是芬兰、爱尔兰、荷兰和瑞士。除了低贷款违约率之外，低净利息收入/总资产也能够反映低的运营成本和低（税前）利润率。管理成本/总资产被定义为一个银行的非 247
利息费用（大部分为工资）除以总资产。具有低净利息收入/总资产的国家和地区确实倾向于也拥有低的管理成本/总资产值。在样本中，利润和利息收入的均值分别为 1.3%和 3.9%。

另外，表格提供了关于一些资产负债表项目的信息。这些资产负债表项目是银行的盈利能力和成本的直接指标。所以，在将银行盈利率和利息收入与金融结构变量联系在一起的经验研究中，我们采用了来自资产负债表的银行水平作为控制变量。股权/总资产被定义为股权面值除以总资产。股权/总资产的国际变化反映了资产充足率的不同与对股权面值定义的不同。负债/总资产被定义为总负债除以总资产，而非利息收入资产/总资产被定义为现金、不动产和其他非利息收入资产之和除以总资产。最后，客户和短期资金/总资产是存款和其他短期资金之和除以总资产。

表 6—2 显示了金融发展和结构变量的国家和地区均值。首先，存在三个规模变量。银行/GDP 是国内存款货币银行总资产除以 GDP，它提供了对银行部门总体规模的度量。从这张表中，我们发现，国家和 249
地区越富有，通常就拥有越大的银行业部门。另外，中央银行/GDP 被定义为中央银行总资产除以 GDP。一些发展中国家和地区（玻利维亚、约旦、尼日利亚和巴拿马）因为中央银行资产超过 GDP 的 20%而显得很突出，而发达国家和地区的中央银行资产规模则更倾向于适度。所以在发展中国家和地区，中央银行在信贷供给方面扮演了相对重要的角色。作为金融规模最后一个指数，股票资本的市场总值/GDP 是股票资

本的市场总值除以 GDP。同样，国家和地区越富有，股票市场通常就越大。一些发展中国家和地区，尤其是马来西亚、智利和约旦也具有发达的股票市场。

表 6—2　　金融发展和结构

	银行/GDP	中央银行/GDP	股票资本的市场总值/GDP	银行信贷/GDP	股票总值/GDP	结构	市场
阿根廷	0.216	0.034	0.130	0.164	0.043	−0.104	0
澳大利亚	0.767	0.030	0.713	0.696	0.331	0.111	1
奥地利	1.261	0.004	0.123	0.932	0.078	−0.284	0
比利时	1.175	0.013	0.355	0.563	0.052	−0.191	0
玻利维亚	0.367	0.224	0.017	0.357	0.000	−0.389	0
加拿大	0.656	0.039	0.588	0.565	0.292	0.091	1
智利	0.465	0.197	0.838	0.451	0.085	0.321	1
哥伦比亚	0.177	0.020	0.132	0.158	0.014	−0.033	0
丹麦	0.475	0.016	0.340	0.375	0.157	0.036	1
厄瓜多尔	0.175	0.094	0.104	0.170	0.013	−0.217	0
芬兰	0.799	0.010	0.295	0.771	0.118	−0.144	0
法国	1.021	0.011	0.329	0.887	0.170	−0.171	0
希腊	0.413	0.193	0.149	0.183	0.058	−0.171	0
危地马拉	0.145	0.011	0.009	0.123	0.000	−0.399	0
洪都拉斯	0.253	0.073	0.049	0.208	0.020	−0.249	0
印度	0.344	0.129	0.277	0.242	0.076	0.022	1
印度尼西亚	0.492	0.020	0.184	0.460	0.077	−0.168	0
爱尔兰	0.361	0.010	0.265	0.293	0.141	−0.024	0
意大利	0.740	0.103	0.166	0.521	0.076	−0.228	0
日本	1.311	0.047	0.792	1.169	0.284	−0.063	0
约旦	0.713	0.211	0.649	0.620	0.124	0.028	1
肯尼亚	0.288	0.114	0.160	0.212	0.005	−0.146	0
韩国	0.551	0.011	0.372	0.532	0.439	0.142	1
马来西亚	0.816	0.012	2.015	0.748	1.140	1.301	1
墨西哥	0.240	0.015	0.318	0.215	0.126	0.297	1
尼泊尔	0.216	0.111	0.050	0.162	0.002	−0.331	0
荷兰	1.116	0.009	0.686	0.904	0.428	−0.012	0
新西兰	0.852	0.034	0.493	0.779	0.143	−0.103	0
尼日利亚	0.110	0.201	0.058	0.083	0.001	−0.163	0
挪威	0.689	0.018	0.256	0.574	0.143	−0.142	0
巴拿马	0.576	0.206	0.086	0.558	0.003	−0.339	0
巴拉圭	0.164	0.069	0.020	0.163	0.002	−0.361	0
秘鲁	0.134	0.003	0.145	0.116	0.050	0.097	1
菲律宾	0.367	0.092	0.516	0.281	0.150	0.290	1

续前表

	银行/GDP	中央银行/GDP	股票资本的市场总值/GDP	银行信贷/GDP	股票总值/GDP	结构	市场
新加坡	0.952		1.365	0.829	0.702	0.399	1
南非	0.662	0.028	1.658	0.613	0.148	0.629	1
斯里兰卡	0.271	0.097	0.161	0.211	0.021	−0.149	0
斯威士兰	0.207	0.003	0.181	0.202	0.056	0.049	1
瑞典	0.537	0.060	0.623	0.460	0.332	0.347	1
瑞士	1.769	0.015	0.981	1.647	0.755	0.008	1
泰国	0.824	0.015	0.570	0.784	0.400	0.066	1
英国	1.160	0.030	1.126	1.137	0.551	0.149	1
美国	0.731	0.050	0.799	0.644	0.616	0.319	1
赞比亚	0.118	0.483	0.074	0.062	0.002	−0.303	0
平均	0.600	0.068	0.483	0.512	0.221	−0.006	0.477

另外，表格包含了两个反映银行业部门和股票市场各自活动量的变量。银行信贷/GDP 是存款货币银行对私人部门的贷款除以 GDP。因此，这个变量代表了银行业系统的信贷行为。如同我们看到的，日本的信贷相对重要，占 GDP 的 117%。类似地，在瑞士（165%）和英国（113%）也很重要，这些国家和地区拥有主要的世界性银行部门。较穷的国家和地区显示了相对少的信贷行为。另外，股票总值/GDP 是股票总值除以 GDP，这是股票市场活动的指标。一些发展中国家和地区，例如玻利维亚、危地马拉、尼泊尔、巴拉圭和赞比亚几乎没有股票市场活动，他们的指标值仅有 GDP 的 2%或者更少。在发达国家和地区中，奥地利、希腊和意大利也拥有相对静止的股票市场，交易量少于 GDP 的 10%。 250

在经验研究中，我们也检验银行业部门（在利润和净利息收入方面）如何与银行和股票市场的相对发展相关。为了得知一个金融系统是银行导向型还是市场导向型，我们采用了在第 3 章构造的一个金融结构指数。确切地讲，这个结构指数是相对规模、相对活动和相对效率度量值的移动平均值。这里的相对规模按股票资本的市场总值比存款货币银行总资产的比率计算；相对活动被定义为股票交易总值除以银行对私人部门的贷款；最后，相对效率是银行产品交易总值和平均管理费用。结构值越高意味着越倾向于市场导向型金融系统。我们按照结构变量值高于（低于）均值的标准，将国家和地区划分为市场导向型（银行导向型）金融系统。而且，市场是一个虚拟变量，市场导向型系统赋值 1，

银行导向型系统赋值0。表中显示，收入组中和不同收入组之间都存在一个广义的金融结构变量。

6.3 经验证据

这一章提供了银行绩效和金融结构之间关系的经验证据。如同最初对这种关系的探讨，表6—3的A部分提供了银行导向型和市场导向型利润/总资产和净利息收入/总资产变量各自的均值。数字显示，在市场导向型金融系统中，银行的利润和利息收入都比较低，虽然利息收入的不同只有5%的统计显著。然而，这些均值可能被误导，因为它们没有控制金融部门发展或者其他决定利润和利差的因素。

表6—3 **银行绩效和金融结构**

	数目	均值	标准差	最小值	最大值
A部分：					
银行导向型	23	0.014	0.015	−0.030	0.045
利润/总资产	23	0.045[a]	0.025	0.015	0.119
净利息收入/总资产					
市场导向型					
利润/总资产	21	0.012	0.006	0.002	0.023
净利息收入/总资产	21	0.032[a]	0.015	0.014	0.072
B部分：					
不发达					
利润/总资产	19	0.018[d,e]	0.011	−0.005	0.045
净利息收入/总资产	19	0.055[b,c]	0.022	0.017	0.119
发达和银行导向型					
利润/总资产	10	0.005[d]	0.013	−0.030	0.016
净利息收入/总资产	10	0.025[b]	0.008	0.015	0.040
发达和市场导向型					
利润/总资产	15	0.010[e]	0.005	0.003	0.019
净利息收入/总资产	15	0.027[c]	0.011	0.014	0.047

注释：金融系统不发达的国家的银行和市场发展都低于均值。如果一国的结构指数值高于样本均值，该国就被定义为拥有市场导向型金融系统，如同德米尔古克-肯特和莱文(1999)定义的那样，结构指数是相对规模，相对活跃程度和相对效率指标的移动平均值。

a，b，c，d和e表明其在5%的水平上显著不同或者低于显著水平。

在表6—3的B部分，我们发现了三组国家和地区均值的不同：不

发达的、银行导向型的和市场导向型的金融系统。如果一国的银行和股票市场都不发达，那么该国家和地区的金融系统就被划分为不发达的。
如果银行信贷/GDP 或者股票交易总值/GDP 低于样本均值，那么一国 251
的银行系统或者股票系统就不发达。相应地，只有当金融系统不是不发达的，我们才将它划分为银行导向型或者市场导向型金融系统。这三种方法的划分体现了发达的金融系统和不发达的金融系统之间的真实差别。的确，随着金融系统变得发达，银行利差幅度和利润显著下降。而且，在市场导向型系统中，银行利润和利差幅度比在银行导向型系统中高，虽然这些不同在统计上不显著。

接下来，我们更加正式地研究在回归设置中的这些关系。我们的经验框架扩展了德米尔古克-肯特和休伊曾加（1999）关于银行盈利能力和利差幅度的决定因素的研究，包含金融结构指数。基本的回归等式如下：

$$I_{i,j}=\alpha+\beta B_i+\gamma X_j+\delta S_j+\varepsilon_{i,j} \quad (6.1)$$

其中 $I_{i,j}$是 j 国 i 银行的因变量（利润/总资产或者利差幅度/总资 252
产）；B_i是 i 银行的银行变量，X_j 是 j 国的国家和地区变量；S_j 是 j 国的金融发展和结构变量；$\varepsilon_{i,j}$是误差项。等式（6.1）估计了银行水平数据或者国家和地区水平数据。银行水平模型采用样本期间各银行的银行均值。国家和地区水平模型则采用银行和其他变量的国家和地区均值。我们显示了怀特的异方差性——致性标准差。变量的详细定义和来源见附录 6—1。

表 6—4 显示了采用等式（6.1）进行利润/总资产回归的结果。在最先的三个模型中我们包括了自变量间的银行和股票市场规模度量以控制金融发展水平，而在最后的三个模型中我们则包括了活动度量值。模型 1 和 4 采用了银行水平的数据，其他的模型采用国家和地区水平数据。我们也采用了两个不同的金融结构度量值。模型（1）和（2）采用结构指数。在模型（3）中我们用市场替代结构，如前所述，这是一个基于结构的虚拟变量。

在表 6—4 中，所有模型中的银行水平和宏观自变量都一样。与德米尔古克-肯特和休伊曾加（1999）的证据一致，利润/总资产与滞后股权变量（股权/总资产）正相关。这可能意味着，资本良好的银行自

身和它的客户面临更低的预期破产成本，因而降低了它们的融资成本。利润似乎随着非利息收入资产/总资产比例的增长而降低。客户和短期融资发展混合了银行水平与国家和地区水平模型的结果。平均起来，这种类型的客户资金可能利息成本低，但是在对分支网络的需求方面则是昂贵的。管理成本/总资产变量不显著，这意味着银行能够将它们的非利息费用全部转嫁给它们的客户。

表 6—4　　银行盈利能力和金融结构

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
银行层次和宏观控制						
股权/总资产$_{t-1}$	0.024***	0.059	0.065	0.026***	0.096**	0.092**
	(0.008)	(0.041)	(0.052)	(0.008)	(0.043)	(0.044)
负债/总资产	−0.002	0.000	0.002	0.000	0.004	−0.001
	(0.003)	(0.008)	(0.008)	(0.003)	(0.008)	(0.008)
非利息收入资产/总资产	−0.026*	−0.078**	−0.078*	−0.026*	−0.068**	−0.073**
	(0.015)	(0.039)	(0.044)	(0.015)	(0.031)	(0.035)
客户和短期融资/总资产	−0.009**	0.042	0.043	−0.007*	0.062**	0.068**
	(0.004)	(0.035)	(0.036)	(0.004)	(0.031)	(0.034)
管理成本/总资产	0.025	0.136	0.155	0.009	0.079	0.135
	(0.053)	(0.130)	(0.144)	(0.054)	(0.121)	(0.137)
GNP/资本	0.000 3***	0.000	0.000	0.000	0.000	−0.000
	(0.000 1)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
增长	0.001**	0.000	0.000	0.001	−0.001	−0.000
	(0.000)	(0.001)	(0.001)	(0.000)	(0.001)	(0.001)
通货膨胀	0.001***	0.001**	0.001**	0.001***	0.001**	0.001**
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
税率	0.004**	0.001	0.005**	0.005	0.001	−0.001
	(0.002)	(0.013)	(0.018)	(0.002)	(0.011)	(0.012)
金融发展和结构						
银行/GDP	−0.011***	−0.010*	−0.003			
	(0.003)	(0.006)	(0.005)			
中央银行/GDP	0.055***	0.019	0.027*			
	(0.011)	(0.014)	(0.014)			
银行信贷/GDP				−0.011***	−0.010*	−0.006

续前表

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
				(0.003)	(0.006)	(0.006)
股票资本的市场总值/GDP	0.011***	0.015**	0.005**			
	(0.003)	(0.006)	(0.002)			
股票交易总值/GDP				0.019**	0.029***	0.020**
				(0.004)	(0.009)	(0.008)
结构	−0.002	−0.018*		−0.002	−0.015**	
	(0.004)	(0.010)		(0.004)	(0.006)	
市场			−0.003			−0.005
			(0.003)			(0.003)
Adj R2	0.10	0.35	0.32	0.10	0.43	0.39
国家和地区数量	43	43	43	44	44	44
观察值数量	2 237	43	43	2 249	44	44

注释：列（1）和（4）是采用各银行1990—1997年间的平均值估算得到的。列（2）和（5）是利用样本期间的国家均值估算得到的。列（3）和（6）用市场取代了列（2）和（5）中的结构。因变量利润/点资产是指税前利润/总资产。附录6.1给出了详细的变量定义和数据来源。怀特的异方差性一致标准误差在括号中给出。

*，**和***分别表示10%、5%和1%的显著水平。

除了通货膨胀始终显著并且为正外，其他宏观变量大都不显著。这意味着，在通货膨胀的环境中，银行倾向于盈利。我们也发现，在银行水平模型中，利润/总资产显著，并且与税率正相关。税率是对银行收入收取的有效税率，它是银行纳税责任除以税前利润的比率。税率变量的正系数意味着，在高税收环境中，银行必须赚取更高的税前利润
以支付这些税收。这也意味着银行至少能够将它们的部分税收转移给 254
客户。

接下来，我们转向金融系统变量。在控制了银行和股票市场发展之后，我们希望探讨金融结构对银行绩效的影响。在最先的三个模型中，我们控制了金融发展，包括银行/GDP、中央银行/GDP和股票资本的市场总值/GDP，把它们作为（中央）银行和股票市场规模的指标。在最后三个模型中，我们则包括了银行信贷/GDP和股票交易总值/GDP作为银行和股票市场活动的指标。

在所有的模型中，我们发现，私人银行发展度量，无论是与规模还是活动相关，都具有负系数，在六个回归中有四个统计显著系数。这可

能意味着，在银行业发达的市场中，银行面临着更激烈的竞争，并因此利润更低。我们也发现，中央银行/GDP 具有正系数。因为高水平的中央银行活动是（私人）金融系统发展的指示器，这与前面的结果一致（见第 3 章）。[2]

接下来，我们发现，股票资本的市场总值/GDP 和股票交易总值/GDP 在所有的模型中都具有正系数，并且显著。这意味着，控制了银行发展水平后，在具有发达股票市场的国家和地区中，银行具有更大的盈利机会。为什么股票市场的发展甚至能够促进银行的盈利能力呢？一个可能的解释是，股票市场发展使企业能够更好地融资，因此降低了违约的风险。另外，股票市场发展水平高，公众公司的很多信息就有可能获得，因此银行能够更好地评估信贷风险。然而，股票市场发展对银行绩效的影响并非是线性的。确切地讲，当我们将一个股票市场发展平方项加进我们的模型中，这个平方项具有负的系数并且显著。这意味着在某种程度上，股票市场发展对于银行绩效的潜在收益已经被了解。有了这一点，进一步的金融发展表现为银行市场或者股票市场的发展都变得非实质性（与德米尔古克-肯特和马科斯诺维奇（1996）一致）。

在模型 1、2 和 4、5 中，我们利用金融结构指数以了解一个国家和
255 地区是市场导向型还是银行导向型。结构在所有四个模型中都具有负系数，但只有在模型 2 和 5 的国家和地区水平回归中才显著。这意味着，在控制了金融发展水平后，有一些证据表明，更加市场导向型的金融结构会导致更低的银行利润。然而，结构指数和股票市场发展度量值之间的相关性倾向于很高，超过了 80%。因此，在模型 3 和 6 我们用市场虚拟变量替换了结构变量，我们的股票市场指标具有较低的相关性，大约 60%。利用这个金融结构指标，我们不再发现金融结构对银行利润有显著影响。

表 6—5 显示了净利息收入/总资产回归的结果。除了不同的因变量之外，表 6—4 和 6—5 的回归是完全类似的。很清楚，利润/总资产和净利息收入/总资产是相互作用的，因为银行的净利息收入是其盈利能力的主要决定因素。[3]净利息收入/资产变量可能更加精确地反映金融结构如何影响银行的金融客户（存款者和贷款者）而不是银行本身。然而，表 6—4 和表 6—5 中的大部分结果很类似。因而我们在表 6—5 的讨论中，我们将关注表 6—5 的结果与表 6—4 如何不同。

表 6—5　　银行利差幅度和金融结构

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
银行层次和宏观控制						
股权/总资产	0.024***	0.021	0.026	0.026***	0.028	0.023
	(0.008)	(0.035)	(0.037)	(0.008)	(0.036)	(0.036)
负债/总资产	−0.002	0.013	0.015*	0.000	0.022**	0.020**
	(0.003)	(0.009)	(0.009)	(0.003)	(0.008)	(0.008)
非利息收入资产/总资产	−0.026*	0.023	0.025	−0.026*	0.038	0.039
	(0.015)	(0.032)	(0.036)	(0.015)	(0.028)	(0.029)
客户和短期融资/总资产	−0.009**	0.031*	0.031*	−0.007*	0.030*	0.031*
	(0.004)	(0.017)	(0.018)	(0.004)	(0.017)	(0.018)
管理成本/总资产	0.025	0.452***	0.474***	0.009	0.437***	0.459***
	(0.053)	(0.129)	(0.151)	(0.054)	(0.136)	(0.143)
GNP/资本	0.000 3***	0.000	−0.000	0.000	0.000	−0.000
	(0.000 1)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
增长	0.001**	−0.000	−0.001	0.001	−0.001	−0.001
	(0.000)	(0.001)	(0.001)	(0.000)	(0.001)	(0.001)
通货膨胀	0.001***	0.001**	0.001**	0.001***	0.001**	0.001**
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
税率	0.004**	0.013	0.018	0.005**	0.016	0.016
	(0.002)	(0.012)	(0.016)	(0.002)	(0.011)	(0.016)
金融发展和结构						
银行/GDP	−0.011***	−0.023***	−0.015**			
	(0.003)	(0.007)	(0.006)			
中央银行/GDP	0.055***	0.006	0.016			
	(0.011)	(0.017)	(0.018)			
银行信贷/GDP				−0.011***	−0.015**	−0.013**
				(0.003)	(0.007)	(0.006)
股票资本的市场总值/GDP	0.011***	0.016***	0.004**			
	(0.003)	(0.005)	(0.002)			
股票交易总值/GDP				0.019***	0.011*	0.006*
				(0.004)	(0.006)	(0.004)

续前表

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
结构	−0.002	−0.021**		−0.002	−0.007	
	(0.004)	(0.008)		(0.004)	(0.005)	
市场			−0.003			−0.002
			(0.003)			(0.003)
Adj R2	0.10	0.87	0.85	0.10	0.86	0.85
国家和地区数量	43	43	43	44	44	44
观察值数量	2 237	43	43	2 249	44	44

注释：列（1）和（4）是采用各银行1990—1997年间的均值估算得到的。列（2）和（5）是利用样本期间的国家均值估算得到的，列（3）和（6）用市场取代了列（2）和（5）中的结构。因变量是净利差幅度/总资产，它是利息收入减去利息成本除以总资产。附录6.1给出了详细的定义和数据来源。怀特的异方差性一致标准误差在括号中给出。

*，**和***分别表示10%、5%和1%的显著水平。

从银行水平变量开始，我们发现，在三个模型中，贷款/总资产的系数是正的并且显著。这明显反映出贷款是应付利息（反过来说就是资产负债表上的现金），从而增加了净利息收入。在所有模型中，管理成本/总资产都有正的系数并且在四个模型中显著。这意味着银行将它们的非利息成本，例如工资，转嫁给了它们的金融客户（以更低的存款利率和/或者更高的贷款利率）。

转向金融结构变量，我们发现，表6—5和表6—4的结果极其相似。观察各银行和股票市场变量，我们发现，和以前一样，它们具有相同的符号并且显著。结果指标又一次始终是负的，但现在只有在一个模型中显著。当替换为市场变量，金融结构对银行利差幅度的影响不再显著。

我们的原始数据显示，在不发达金融系统中，银行利润和利息收入
257 往往相对较高，这与金融结构无关。这意味着，在发展水平低的经济中，金融结构特别重要。为了检验这是否正确，如同表6—4和表6—5，我们估计了包括金融结构变量和人均GDP的相交作用项回归。在未列出的回归中，相交作用项并不统计显著，并且没有改变其他结论。

作为一个附加检验，我们包括了几个制度变量，这些变量反映了不同模型中的法律和制度环境。我们包括了这些制度变量作为控制参数，因为我们推测它们对银行盈利率有直接影响。在很大程度上，制度环境可能会形成金融结构，因此在我们控制了潜在的制度环境之后，金融结

构的影响可能更弱。的确，在我们包括了法系和对银行行为的约束效率之后，金融结构并没有清晰的作用。[4]这些结论也没有被公开过。

6.4 结　论

本章的经验证据表明，在不发达的金融系统中，银行的利润和净利息收入较高。一旦我们控制了金融发展水平，金融结构（也就是，银行与市场的相对发展）对银行盈利能力和净利息收入没有独立影响。在发达金融系统里，在银行导向型系统和市场导向型系统中，银行利润和净利息收入的确没有统计上的不同。

回归结果显示，银行越发展，银行利润和净利息收入越低。不发达银行市场往往普遍无效，定价行为竞争不足，同时也意味着它们相对高的盈利能力和净利息收入。因此更大的银行发展带来更激烈的竞争、更高的效率和更低的利润。

我们也发现，在不发达金融系统中，股票市场发展提高了银行利润和利息收入。这反映了银行发展和股票市场发展之间的互补。确切地讲，股票市场发展和企业股权融资可获得性的增强增加了它们的借款能力。而且，由于股票市场要求的信息更容易获得，也能够使银行更好地评估信贷风险。这能够导致银行利润的增加。然而，在股票市场发展的 258
更高水平上，我们不再观察到这些互补。

总之，我们的结果提供了证据表明，银行和股票市场发展的不同并不转换为企业的银行融资成本的差别。确实，对金融系统不发达的国家和地区，更大的金融发展将促进银行业部门的效率，潜在地导致企业水平和宏观水平的增长。然而，我们发现，金融结构本身并不对银行利润和净利差幅度具有显著的独立影响。

附录 6.1　变量定义和来源

6A.1　银行性质

净利息收入/总资产：利息收入减去利息成本除以总资产。

利润/总资产：税前利润除以总资产。

股权/总资产：股权账面值（资产减去负债）除以总资产。

负债/总资产：总负债除以总资产。

非利息收入资产/总资产：现金、在其他银行的非利息收入存款和其他非利息收入资产之和除以总资产。

客户和短期资金/总资产：所有短期和长期存款加上其他非存款短期资金除以总资产。

管理成本/总资产：职员成本和一些其他非利息成本除以总资产。

来源：所有银行水平变量来自 IBCA 的银行概览数据库。

6A.2 宏观指标

GNP/资本：人均真实 GNP。

增长：实际 GDP 年均增长率。

通货膨胀：从 GDP 平减中得到的年度通胀率。

来源：以上数据来自世界银行国民账户。

税率：各银行支付总税收除以税前利润，来自银行概览。

6A.3 金融结构

银行/GDP：存款货币银行总资产除以 GDP。

中央银行/GDP：中央银行总资产除以 GDP。

259 银行贷款/GDP：存款货币银行对私人部门的贷款除以 GDP。

股票资本的市场总值/GDP：股票资本的市场总值除以 GDP。

股票交易总值/GDP：股票交易总值除以 GDP。

股票资本的市场总值/银行：股票资本的市场总值除以存款货币银行总资产。

股票交易总值/银行贷款：股票交易总值除以银行对私人部门的贷款。

股票交易总值×管理成本：一国股票交易总值乘以银行平均管理费用/总资产。

结构：股票资本的市场总值/GDP、股票交易总值/银行贷款和股票交易总值×管理费用的平均移动，如同德米尔古克-肯特和莱文（1999）所描述的。更高的水平意味着市场导向型系统。

来源：这些变量的构造如同在第 2 章所描述的。股票市场信息来自国际金融公司信息市场数据库。其他的信息来自国际货币基金的国际金融统计。

6A.4 法律和制度指标

股东权利：来自拉·波塔等人（1998）的股东权利指标。这个指标包括（1）国家和地区允许股东将他们的代理权邮寄到公司；（2）股东不需要在全体股东大会上储存他们的股票；（3）允许董事会中实施累计投票或者少数股东比例代表制；（4）恰当运用抑制少数股东机制；（5）使一名股东能够召开一次特别股东大会的最低份额少于或者等于 10%（样本中位数）；或者（6）股东拥有优先权，这种优先权只有由股东投票放弃。指数值从 1 排到 6。

债权人权益：来自拉·波塔等（1998）的债权人权益指数。如果（1）国家和地区强加限制，比如申请重组所需的债权人同意或最低股息；（2）一旦重组被促成（没有自动中止），担保债权人能够从其占有的有价证券中获益；（3）在分配破产企业资产的过程中，担保债权人被排在第一位；（4）债权人不保有对其在重组决议中未决的财产的处置权。指数值从 0 排到 4。

合同执行指数：这个指数是商业环境风险研究机构（BERI）构造的，它度量了合同执行和由于语言和智力区别而导致的复杂性的相对程度。它的值从 1 到 4，合同执行程度越高，分值就越高。

习惯法：对于习惯法的国家和地区，这个虚拟变量赋值 1，否则赋值 0。 260

来源：拉·波塔等（1998）。

银行限制：一个对银行业务的限制的综合指数，包括证券承销、保险承销、不动产、拥有和控制非金融企业。它的值从 1 到 4，对银行的限制越严格分值就越高。

来源：巴斯（Barth）、卡普罗（Caprio）和莱文（2001）。

参考文献

Barth, James, Gerard Caprio, and Ross Levine. 2001. Financial regulation

and performance: Cross-country evidence. *In Financial Supervision and Regulation: What Works and What Doesn't?*, *ed.* Fredrick Mishkin. Washington, DC: National Bureau of Economic Research.

Demirgüç-Kunt, Aslç, and Harry Huizinga. 1999. Determinants of commercial bank interest margins and profitability Some international evidence. *World Bank Economic Review* 13: 379–408.

Demirgüç-Kunt, Aslç, and Harry Huizinga. Forthcoming. The taxation of domestic and foreign banks. *Journal of Public Economics* 79: 429–453.

Demirgüç-Kunt, Aslç, and Vojislav Maksimovic. 1996. Stock market development and firms' financing choices. *World Bank Economic Review* 10: 341–369.

Demirgüç-Kunt, Aslç, and Vojislav Maksimovic. 1998. Law, finance and firm growth. *Journal of Finance* 53 (6): 2107–2137.

Demirgüç-Kunt, Aslç, and Vojislav Maksimovic. 2000. Funding growth in bank-based and market-based financial systems: Evidence from firm level data. Mimeo, Policy Research Department, World Bank.

King, Robert G., and Ross Levine. 1993a. Finance, enterpreneurship, and growth: Theory and evidence. *Journal of Monetary Economics* 35: 513–542.

261 King, Robert G., and Ross Levine. 1993b. Finance and growth: Schumperer might be right. *Quarterly Journal of Economics* 108: 717–738.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy* 106 (6): 1113–1155.

Levine, Ross. 2000. Bank-based or market-based financial systems: Which is better? Mimeo, Department of Finance, University of Minnesota.

Levine, Ross, and Sara Zervos. 1998. Stock markets, banks, and economic growth. *American Economic Review* 88: 537–558.

Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales. 1998. Financial dependence and growth. *American Economic Review* 88: 559–586.

【注释】

[1] 见金和莱文（1993a, b）和莱文和泽沃斯（1998）关于金融发展和经济增长的证据。雷金和津格利斯（1998）提出，在金融系统比较发达的经济中，产业越依赖于外部融资，其成长就越快。德米尔古克–肯特和马克斯诺维奇（1998）提出，在拥有活跃的股票市场和大的银行业部门的国家和地区中，企业增长的速度快于通过个体企业性质预测的增长率。

[2] 德米尔古克-肯特和休伊曾加（即将出版）检验了银行如何收取其客户的税收取决于该银行是本国银行还是外国银行。

[3] 更精确地说，税前利润等于净利息收入，加上非利息收入，减去管理费用，减去收入状态恒等式的贷款损失准备。

[4] 作为制度上的度量值，我们采用了股东权益指数、债权人指数、合同执行、习惯法和银行业限制。定义见附录 6.1。

7 总体公司融资决策的国际证据

伊恩·德莫维茨
杰克·格伦
阿纳斯·马达弗恩

7.1 导　言

263 初级资本市场包括发行人与要求权人的现金交易，交易形式可以是股票形式，也可以是债券形式，或者是其他衍生工具形式。金融经济学家对这些市场相当感兴趣，因为它们将公司发行者与具有多余资金的投资者联系起来。[1]关于初级市场活动的文献已经关注了公众公司的首发定价和新上市公司的绩效，这些研究的对象主要是国内的公司。然而，由于初级市场数据的缺乏，即使关于国际融资决策最基本的问题仍没有答案。[2]例如，什么因素促使公司寻求外国资本而不是依赖本国市场？这些因素在新兴市场和发达市场中有什么不同？公司关于债券和股权

融资的决定如何影响未来融资选择？制度框架和宏观环境如何影响融资选择？利用1980—1997年间30个国家和地区的数据，本章试图扩展我们对初级市场如何和为什么发展的理解。

我们在文献方面做了两项贡献。一方面，我们采用了发达市场和新兴市场等初级市场活动的新数据，从而提供了关于这些市场作用的宏观观点。虽然本章这一部分主要是叙述性的，但值得强调的是，直到现在，仍没有文献尝试对初级市场在不同国家和地区的长期融资数量进行系统证明。另一方面，通过关注各种制度变量、金融结构和宏观经济因素的作用，我们检验了决定初级市场活动的因素。总之，此分析对初级 264
市场运行和公开政策在长期发展中的作用进行了相当深入的探讨。

结论使现在关于债权和股权融资选择、外国和本国融资竞争的讨论凸显出来。我们发现，各种融资选择间存在复杂且重要的现实联系。特别是，私有化活动最初是学习外国股权发行的，但最终将国内债券发行引导到了更高的水平。我们也发现，宏观经济稳定性与债券市场的发展高度相关。最后，数据表明，制度框架在融资决策中也扮演了同样重要的角色，这与莱文（1997，1998）和德米尔古克-肯特与莱文（第三章）的证据一致。关键的制度因素包括股票市场流动性、银行业系统的集中度和银行业部门与股票市场的相对规模。总之，我们的结论显示，宏观经济越稳定，一国的金融制度越成熟，债券市场的作用就越重要。

虽然我们没有提供对金融系统的属性和融资决策的发展水平间的关系的直接统计检验，但是从一些证据还是可以看出来的。将新兴市场发行作为发展的指标，我们几乎没有发现支持经济越富有、股票市场发行越多（本国的或者国际的，相对于GDP）的证据。这似乎与德米尔古克-肯特与莱文（第三章）认为的股票市场二级市场交易和收入之间存在正相关不一致。一种解释是，可能在不发达经济中，股票发行大都由机构投资者进行，他们对二级市场交易不感兴趣，而在发达经济交易中，是零散投资者和共同基金推动了二级市场活动。

德莫维茨、格伦和马达弗恩（Domowitz, Glen and Madhavan, 2000）提出了一种备择观点，即在多数新兴市场，股票市场交易成本比较高，这成为了影响交易量的直接因素，但它对发行活动几乎没有影响。不考虑这些理由，在他们的论文中，证据必须限定在1980—1997

265 年间新兴市场的发行发展迅速的事实上，在该时段初，新兴市场的股票市场比样本期间末期不发达得多。因为这个原因，虽然收入和股票发行之间没有明显联系，但股票发行的确随着新兴市场 GDP 的增长而增加，虽然股票市场发展的催化剂似乎与制度框架相关，而不是增长本身。

与股权市场不同，此处的证据显示，公司债券市场的发行活动水平与经济发展紧密相关。新兴市场拥有的债券市场（本国的和国际的）比发达经济小得多。然而，极大的增长又一次发生在同一时期，这意味着，在促进市场发展方面，环境的改变可能起了很重要的作用，甚至可能是决定性作用。

制度框架对股票和债券市场的发展的作用很复杂，它包括了很多潜在问题。秘鲁就是一个很好的例子。在该例子中，20 世纪 80 年代形成的高通货膨胀促使企业只能谨慎地利用负债。当 20 世纪 90 年代的稳定性到来时，企业自然地选择了发行负债，但以美元计量，这反映了投资者对本地货币的不信任。但制度特征也起了重要作用，因为与宏观经济稳定性一致，政府也引进了私人养老金体系，它对于私人发行证券产生了很大的需求。然而，对养老基金资产组合的限制导致了这些基金更多地购买债券而不是股票，这影响了债券和股票的相对价格和总体发行活动。[3]

识别这些因素对于理解和正确地解释初级市场的运行与发展至关重要。虽然这一章无法披露所有的影响因素，但它启动了通过宏观经济和制度环境来理解和刻画市场特征的进程。

本章组织如下：7.2 部分描述了我们关于不同国家和地区长期初级市场发行趋势的证据；7.3 检验了各个不同的外部融资渠道的相对重要性。7.4 部分分析了融资决策和各种制度与宏观经济因素之间的关系。7.5 部分提供了结论。

7.2 关于国际初级市场发行数据的证据

7.2.1 来源和进程

266 如同上面提到的，数据的缺乏束缚了对初级市场的研究。我们从多种渠道汇编了一组特定国家和地区的总体年度数据。这一部分描述了数

据搜集的成果，并且对初级市场活动进行了概要统计。

关于股票和公司债券的各国发行数据来自 Bondware，这是一个商业数据库，它以单只证券为单位，包含所有证券的国际发行数据。关于国家和地区贷款的数据来自 Loanware，这是另一个商业数据库。对于本国贷款的数据，我们采用 IMF 的国际金融统计中关于银行贷款给私人部门的数量的数据。

为了获得初级市场活动的完整描述，我们需要对这些数据与本国股票和债券发行的信息进行讨论。我们从很多国家和地区的数据中心获得了 1980—1997 年间股票和债券总体发行的年度数据，这些数据中心包括股票交易所、中央银行和资本市场监管当局。这些数据涉及 19 个新兴市场和亚洲四小虎中的 3 个。关于 8 个工业国的数据也来自公开出版的二手资料。所有数据来源和有贡献的机构列于附录 7.1。最后样本中的国家和地区提供了股票和债券市场足够的数据。这些数据大都是国际上首次用于此研究的。我们也采用了德米尔古克-肯特与莱文（第三章）汇编的金融结构变量。

与 GDP 相关的辅助宏观经济数据、汇率和通货膨胀来自 GDI（Global Development Indicators），由世界银行出版。国家和地区市场特征指标，例如会计准则和外国投资者进入限制来自 IFC 出版的年度手册。

搜集数据有助于讨论。我们发布的数据是当地官方记录的数据。我们不确保这些记录很全面。有两个例子说明资料可能有遗漏。首先，在大多数国家和地区，只有公开发行才被记录在案，这意味着私人发行和 267
对既有股东发行的股票（在一些国家和地区这不一定会被视为公开发行）可能没有记录。我们无法估计这些因数据遗漏产生偏误的范围。

其次，当与股票发行量相比时，债券发行的期限就成为问题。这是一个“循环发行问题”，对于短期债券而言这个问题很严重，但对于一些长期债券在一定程度上也如此。例如，当关注一个 10 年期总发行量时，10 年期负债在这个时间框架中不会循环发行，所以 10 年期债券发行量能够与股票发行量进行比较。然而，一个在 10 年内可以循环发行五次的两年期债券，它的总发行量将会被记录为 10 年期债券发行量的五倍，但对于发行者而言，筹集到的资金量是一样的。这个问题的范围取决于债券的到期结构、样本期间的长度和发行者实际选择循环发行的程度。我们无法估计对债券高估的偏误程度，然而，假定我们的数据频

率是一年，并且我们只采用长期债券发行（到期日至少一年），这种偏误应该会减少。

7.2.2 描述统计

全球行为

1980—1997 年发行的美元价值概要见表 7—1。1980—1997 年所有国家和地区私人证券发行的总量为 18.9 万亿美元。[4]其中，国内债券占 76%，本国股票占 13%，国际债券占 10%，国际股票占 1%。相对于国家和地区 GDP，通过初级市场在此期间的飞速发展，资本价值在 1980—1985 年间从占 GDP 的 1.8%增至 1991—1997 年间的 4.3%。

表 7—1 **统计摘要**

	十亿美元				GDP 百分比			
	1980—1985	1986—1991	1992—1997	1980—1997	1980—1985	1986—1991	1992—1997	1980—1997
国内股票								
新兴市场	10.37	44.42	171.65	226.43	0.33	0.64	1.33	0.76
亚洲四小虎	5.40	51.74	68.82	125.96	0.74	1.67	1.35	1.25
四国集团	278.69	708.58	857.66	1 844.93	0.70	1.30	1.00	1.00
其他经合国家和地区	44.75	70.87	90.92	206.54	1.00	1.59	1.19	1.26
总计	339.21	875.61	1 189.05	2 403.86	0.51	0.96	1.27	0.91
国际股票								
新兴市场	0.00	5.32	43.43	48.75	0.00	0.03	0.22	0.08
亚洲四小虎	0.14	1.44	9.70	11.28	0.03	0.17	0.22	0.14
四国集团	3.59	50.45	111.28	165.32	0.03	0.17	0.21	0.13
其他经合国家和地区	0.84	4.62	16.87	22.33	0.02	0.13	0.37	0.17
总计	4.57	61.83	181.27	247.67	0.01	0.07	0.24	0.11
国内债券								
新兴市场	9.12	40.87	148.75	198.73	0.14	0.54	0.86	0.51
亚洲四小虎	19.81	93.39	279.00	392.20	1.41	2.57	3.45	2.44
四国集团	1 308.26	4 489.18	7 722.90	13 520.33	4.84	6.85	7.88	6.52
其他经合国家和地区	36.97	101.42	103.10	241.49	2.42	4.14	1.58	2.73
总计	1 374.15	4 724.85	8 253.75	14 352.76	1.20	2.07	2.20	1.81
国际债券								
新兴市场	1.36	2.60	88.63	92.59	0.01	0.01	0.31	0.11

续前表

	十亿美元				GDP 百分比			
	1980—1985	1986—1991	1992—1997	1980—1997	1980—1985	1986—1991	1992—1997	1980—1997
亚洲四小虎	0.68	4.94	31.64	37.26	0.12	0.61	0.46	0.39
四国集团	108.72	550.32	947.22	1 606.27	0.30	1.15	1.49	0.98
其他经合国家和地区	14.76	43.33	52.84	110.93	0.33	0.76	0.67	0.59
总计	125.52	601.19	1 120.33	1 847.05	0.10	0.32	0.54	0.32
总数之和	1 843.46	6 263.48	10 744.33	18 851.27	1.82	3.43	4.25	3.14

本国股票市场

1980—1997 年本国发行的股票全球统计为 2.4 万亿美元。其中四国集团占 77%，其他经合国家和地区占 9%，亚洲四小虎占 5%，新兴市场国家和地区占 9%。[5] 相对而言，股票市场的发行量很小，只占全球所有有价证券的 13%，其中 10%是在四国集团发行的。在 20 世纪 80 年代上半期和下半期之间，股票发行的全球总量增至 158%，但 1991—1997 年间只在此水平上增长 36%。 270

20 世纪 80 年代以后，随着主要工业国家和地区在 20 世纪 80 年代早期的金融全球化，本国股票市场活动增加，并且在支持商业扩张的十年的大部分时间内都强化了经济活动。对四国集团总体而言，股票发行总量从 20 世纪 80 年代早期的 2 790 亿美元上升到 80 年代下半期的 7 080亿美元，翻了两倍多。1990 年随着全球衰退的开始并持续，总体股票发行急剧下跌，直到 1993 年对资本品的重置需求重新激发了市场的活力。对于作为一个总体的四国集团，1991—1997 年间的增长放缓了许多，然而，这些国家和地区之间存在显著不同。在达到 1988 年和 1989 年的高峰后，日本的初级股票发行在 20 世纪 90 年代初期急剧下跌，并且在日本长期的衰退中持续低迷。美国则相反，股票发行在 20 世纪 80 年代后并没有稍微增长，但在 20 世纪 90 年代早期发行量则翻了一倍。

在亚洲四小虎中，股票发行的增长类型与四国集团类似，除了 20 世纪 80 年代以后增长更快之外，1980—1985 年间和 1986—1991 年间，初级市场发行量增长了 9 倍。发行量从 20 世纪 80 年代早期大约每个国家和地区 30 亿美元的水平，增至 20 世纪 80 年代后期每个国家和地区

290 亿美元，然后是 20 世纪 90 年代初每个国家和地区 380 亿美元。亚洲四小虎的增长看起来都相似，但是，1988 年和 1989 年韩国新发行的 106 亿美元和 218 亿美元异常引人注目，它反映了日本这些年发行水平不同寻常的高。

在有新兴市场的国家和地区，股票发行量从 1980—1985 年间和 1986－1991 年间的相对低水平增长了 327%。从 20 世纪 80 年代早期各国平均大约 9 亿美元，增至 20 世纪 80 年代后期的各国大约 39 亿美元，
271 然后又增至 20 世纪 90 年代早期各国将近 150 亿美元，虽然这些行为大都集中在少数几个国家和地区。

尽管美元的名义量大幅增长，在股票市场上，样本期间这些全球市场规模只有轻微增长。然而，全球平均掩盖了新兴市场和亚洲四小虎相对于 GDP 的增长的事实，虽然源于很低的基础。这种快速增长使亚洲四小虎和新兴市场的股权市场比四国集团稍大一点（相对于 GDP)。

相对于他们本国股票市场的规模，股票发行长期稳定在总资本的市场总值的 6%的水平上。在这三组国家和地区中，新兴市场超过其他国家和地区，1980—1997 年间，它们的股票发行占股票市场总资本的 8.6%，而四国集团则占 1.9%，亚洲四小虎占 3.7%。而且，新型初级股权市场相当于该国家和地区银行对私人部门贷款总额的 3%——这与亚洲四小虎一致——而四国集团可比较的数字只有 1.5%。无论用哪种指标，初级新型股权市场占总体金融行为的分量比在发达国家和地区中占的分量更大。

国内债券市场

在样本期间，全球私人债券市场增长迅速，从 1980—1985 年间的 1.4 万亿美元增至 1992—1997 年间的 8.3 万亿美元，增长超过了 490%。四国集团私人负债总计 13.5 万亿美元，或者说是全球的 94%，这稍高于该组国家和地区政府承担的总借款百分比。1980—1997 年间，亚洲四小虎发行的国内债券总额达到 0.4 万亿美元，相当于总量的 3%，将近 19 个新兴市场国家和地区总和的两倍。新兴市场的总发行量只有亚洲四小虎国家和地区的一半，20 世纪 80 年代后期至 20 世纪 90 年代初期，新兴市场上的公司债务市场规模翻了三倍，并且在 90 年代初期，年均发行 330 亿美元。在所有三组国家和地区中，相
272 对于它们各自的 GDP，债券市场都有显著增长，但到目前为止，增长

最快的是新兴市场。

私人债券市场相对于各国银行业部门规模也有所增长，从1980—1985年间3.7%的银行贷款到1991—1995年间的6.3%，全球规模翻了将近一番。在亚洲四小虎中，私人债券发行在1991—1995年相当于银行贷款的15%，而在1980—1985年只有9.2%。四国集团的私人贷款市场也增长，但在该时期结束时只有银行业部门的9.7%。相反，即使在增长迅速的1991—1995年间，新兴市场债券市场总量只占该国家和地区银行业部门的4%，而1980—1985年间最低只有1.3%。

7.2.3 国际股票和长期私人债券发行

近几年，国内和国际股票发行方面几乎不相关，而债券发行方面则强烈相关。

国际股票

在样本期间，国家和地区股票发行增长迅速，从1980—1985年间全球的46亿美元增至1992—1997年间的1 810亿美元。到目前为止，这些发行大多来自四国集团，占总发行量的61%。但是来自新兴市场和亚洲四小虎发行的股票也增长迅速，从1980—1985年间将近0增至1992—1997年间的430亿美元和100亿美元。增长最迅速的是1992—1997年间，在此期间新兴市场的发行量将近1986—1991年间的8倍，比四国集团或者亚洲四小虎的增长率都高。这种全球化的生动证据似乎对预期资本回报率有潜在影响。[6]相对于GDP，国际股票发行的增长也令人印象深刻。1980—1985年间，全球发行量极少，但1992—1997年间，发行量持续增长，达到GDP的0.2%。

有意思的是，本国和国际股票发行水平之间几乎不存在统计关系。在所有国家和地区的总体样本中，本国股票发行对国家和地区股票发行 273
（未列出）的回归产生了一个显著的斜率。所以，国际融资的增加与本国市场行为的直接减少似乎并没有关系。对于本国资本市场通常处于幼年的新兴市场而言，这一点尤其重要。

7.2.4 国际债券

如同在本国市场，国际债券发行也大大超过了国际股票发行。从

1980—1985 年间的 1 250 亿美元开始，1992—1997 年间，全球发行增至 1.1 万亿美元，是全球股票发行的 6 倍。与股票类似，债券发行也由四国集团占主导地位，为总发行量的 87%，但新兴市场和亚洲四小虎的增长也令人印象深刻。

1992—1997 年间，全球国际债券发行占所有债券发行量的 12%，比 1980—1985 年间的 8%只有少量增长。在新兴国家和地区，国际债券发行接近总债券发行的 32%，高于全球平均，甚至高于国际股票发行水平。相对于 GDP，国际债券发行将近每个时期的两倍。1992—1997 年间亚洲四小虎的增长相对于 GDP 而言相当缓慢，但这些国家和地区的发行行为仍保持高于新兴市场的水平。

与股票市场相反，国内和国际债券发行之间存在强烈的统计相关。在所有国家和地区的总样本中，国内债券发行对国际债券发行的回归产生了一个趋近于 1 的回归系数。

7.2.5 外部融资选择

任何公司的投资需求都可以通过内部和外部资源获得满足，而我们将分析限制在来自资本市场的外部资源上。在这种限制下，总融资被定义为本国和外国资源的总和。每一组成部分都可以被扩展至包括银行、
274 债券和股票融资等。那么，我们考虑总共六种融资渠道：本国和外国银行贷款；本国和外国股票；本国和外国债券。我们的目标是检验 1980—1997 年间我们样本中的国家和地区这六种渠道的相对重要性。相对重要性被定义为各变量相对于总外部融资的规模。

表 7—2 提供了 1980—1997 年间各国外部融资中（不包括本国和外国银行贷款）四种有价证券市场资源的概要统计。表中显示了各国不同类型的有价证券的相对重要性。例如，在此期间，德国国内债券市场提供的资源超过外部融资总额的 91%，而美国国内债券市场提供的资源只有 77%。在其他很多国家和地区，国内债券市场的重要性要小得多；例如，在土耳其本国股票市场占外部融资总额的 83%，斯里兰卡占 98%。总之，在新兴市场，国内债券市场的发展程度比其他国家和地区要低得多。另一方面，在新兴市场中，外国融资有时更重要，如同墨西哥的外国债券和中国的外国股票。

表 7—2 **各国平均金融比率（百分比）**

国家和地区	债券		股票	
	国内	国外	国内	国外
新兴市场				
阿根廷	42.0	29.1	17.8	11.1
巴西	28.9	31.4	37.6	2.1
智利	65.7	6.9	19.2	8.2
中国	45.9	12.3	8.2	33.6
哥伦比亚	35.7	10.6	49.4	4.4
希腊	2.6	4.3	90.4	2.8
印度	45.9	11.5	34.2	8.4
印度尼西亚	8.4	11.1	72.1	8.4
约旦	0.4	0.0	99.6	0.0
马来西亚	42.3	3.4	53.2	1.1
毛里求斯	16.3	12.0	71.1	0.7
墨西哥	0.2	53.6	23.7	22.5
巴基斯坦	0.0	0.6	70.4	4.0
秘鲁	82.4	1.7	1.0	15.0
菲律宾	16.5	22.4	40.5	20.6
葡萄牙	41.4	2.0	51.8	4.8
斯里兰卡	0.4	0.0	97.8	1.8
土耳其	7.0	1.4	83.1	8.5
委内瑞拉	15.7	1.0	58.1	25.1
四国集团				
德国	91.3	2.2	5.5	1.0
日本	90.3	5.9	3.7	0.1
英国	4.7	60.0	26.3	9.0
美国	76.6	9.5	12.7	1.1
亚洲四小虎				
韩国	81.9	5.7	11.2	1.2
新加坡	33.8	13.9	36.5	15.8
中国台湾	17.6	8.5	67.6	6.3
其他经合国家和地区				
比利时	30.2	16.8	40.2	12.8
加拿大	32.2	23.8	41.0	3.0
芬兰	58.1	14.6	15.7	11.7
新西兰	35.4	15.6	41.2	7.8

表 7—3 提供了对总体金融比率的概要统计，包括本国和外国银行贷款。在所有国家和地区中，本国银行提供了外部融资的最大部分，通常超过了 80%，有时超过 90%。相反，外国银行融资只占外部融资的一小部分，通常低于 4%，在样本期间没有一个国家和地区超过 6%。首先，可获得的银行融资指标是未偿债务的存量，而我们采用的证券市场指标是流量。因此两个指标不具可比性。其次，可能因为第一个原因，银行资金规模很大以至于超过了其他资源，例如，即使外国债券大比率变动，它对总量也几乎没有影响。因此，以下我们关注的金融比率不包括银行融资。

表 7—3　　　　各国外国金融比率总均值（百分比）

国家和地区	银行		债券		股票	
	国内	国外	国内	国外	国内	国外
新兴市场						
阿根廷	93.3	1.8	2.2	1.6	0.6	0.6
巴西	96.1	0.8	1.1	0.6	1.4	0.1
智利	90.2	2.3	4.7	0.5	1.9	0.4
中国	99.6	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0
哥伦比亚	82.2	3.8	8.2	0.4	5.2	0.1
希腊	96.3	1.5	0.0	0.1	2.0	0.1
印度	96.4	0.5	1.2	0.2	1.3	0.3
印度尼西亚	93.5	4.1	0.2	0.1	1.8	0.2
约旦	94.2	0.5	0.3	0.0	5.0	0.0
马来西亚	93.5	0.0	2.5	0.2	3.8	0.1
毛里求斯	95.2	0.0	0.3	3.2	1.3	0.0
墨西哥	92.5	4.1	0.0	1.8	0.8	0.8
巴基斯坦	97.8	1.3	0.0	0.0	0.7	0.1
秘鲁	96.0	1.5	1.7	0.0	0.2	0.6
菲律宾	93.2	2.1	1.0	0.8	2.1	0.8
葡萄牙	93.9	0.0	2.8	0.1	3.0	0.2
斯里兰卡	98.5	0.0	0.0	0.0	1.4	0.1
土耳其	93.5	3.2	0.6	0.1	2.4	0.2
委内瑞拉	90.3	1.9	3.0	0.1	3.9	0.9
四国集团						
德国	88.8	0.2	10.2	0.1	0.6	0.1
日本	90.1	0.0	8.4	0.7	0.8	0.0
英国	91.6	4.1	0.4	2.0	1.6	0.3

续前表

国家和地区	银行		债券		股票	
	国内	国外	国内	国外	国内	国外
美国	86.5	5.2	6.1	0.8	1.4	0.1
亚洲四小虎						
韩国	83.7	2.2	10.7	0.5	2.7	0.1
新加坡	94.0	3.0	0.6	0.8	1.2	0.3
中国台湾	98.1	0.3	0.3	0.1	1.1	0.1
其他经合国家和地区						
比利时	97.3	0.0	0.7	0.3	1.5	0.2
加拿大	87.3	4.7	2.6	1.7	3.4	0.2
芬兰	92.2	1.3	3.9	1.1	1.2	0.4
新西兰	78.4	3.9	13.7	0.6	3.2	0.2

在一些国家和地区，国内债券市场是重要的融资来源——新西兰 13.7%——但在其他国家和地区，它的重要性要小得多——希腊 0%。277
四国集团——除了英国——具有相对很发达的国内债券市场，但其他一些国家和地区，例如韩国，也将国内债券市场作为重要的外部融资渠道。虽然与国内债券市场相比，本国股票市场通常是不太重要的外部融资渠道，但也不总是这样。在样本期间内，很多新兴市场和亚洲四小虎的一些国家和地区，以及经合组织的国家和地区，通过本国股票市场获得的资金比通过国内债券市场获得的资金要多。

总的来说，外国债券和股票市场在提供资金方面的作用比较有限。除了巴西、希腊、印度尼西亚、墨西哥、菲律宾和英国，其他所有国家和地区发行的国内债券都超过了国际债券。只有秘鲁发行的国际股票超过了本国股票。

表 7—4 概述了不同国家和地区各年的金融比率，阐明了这段时间内各外部融资渠道的相对重要性发生了多大变化。表格显示，这些比率有很大的挥发性，这意味着宏观经济因素或者是各工具的相对成本可能影响融资选择。这也意味着存在长期趋势；1990—1997 年间外国融资渠道变得更加重要。另外，我们注意到本国银行贷款从 1980 年占外部融资总额的 96%显著下降到 1997 年的 85%。然而，在样本期间，外国银行贷款只从 1%增至 5%。

表 7—4　　各国各年平均金融比率（百分比）

	银行		债券		股票	
	国内	国外	国内	国外	国内	国外
1980	96.2	1.0	1.6	0.1	1.1	0.0
1981	95.5	1.4	1.7	0.2	1.2	0.0
1982	95.5	1.1	2.3	0.1	1.0	0.0
1983	95.5	0.8	2.4	0.0	1.3	0.0
1984	95.6	1.0	2.2	0.2	1.0	0.0
1985	94.5	1.2	2.8	0.5	1.0	0.1
1986	90.1	1.2	5.4	0.6	2.7	0.0
1987	93.2	1.3	3.1	0.4	2.0	0.1
1988	93.5	1.6	3.0	0.4	1.6	0.1
1989	90.0	1.7	4.9	0.4	2.8	0.1
1990	93.3	1.6	2.6	0.2	2.1	0.1
1991	93.4	1.1	2.8	0.4	2.1	0.4
1992	93.0	1.3	2.7	0.5	2.2	0.4
1993	91.1	1.8	3.0	1.0	2.6	0.5
1994	89.5	2.3	2.8	1.0	3.6	0.8
1995	90.2	3.6	2.8	0.8	2.3	0.3
1996	88.9	3.4	3.4	1.1	2.1	1.1
1997	85.0	5.5	3.3	3.5	2.0	0.6

不同国家和地区的差别从概要表中难以观察到。例如，对于有新兴市场的国家和地区，本国股票发行从 20 世纪 80 年代低于外部融资总额的 1%增至 20 世纪 90 年代的 3%左右。相反，在同样的样本期间，在四国集团，本国股票融资水平没有显著变化，但国内债券融资（从大约 5%增至大约 7%）却有显著增长。

7.3　融资选择的决定因素

在这一部分我们检验前面提到的各种制度因素、宏观环境和金融比
278 率之间的关系。分析采用了条件平均数作为初级方法来检验各种条件变量值——例如会计准则水平——和债券与股票融资相对量之间的关系。

这种单变量方法——不可否认非常简单——使这些因素的作用和它们有助于解释总体数据的程度很清晰地显示出来。我们将多变量分析留给后面的进一步分析。

7.3.1 制度因素

作为对影响外部融资渠道选择的因素的初步理解，我们检验了金融比率和四种制度特征之间的关系：会计准则、投资者保护水平、市场进入限制和银行业系统的集中度。在每种情况下，因素指数能够将样本中的国家和地区划分为两组或者三组，然后计算各组中六种金融比率（包括本国融资总额和外国融资总额两种比率）的平均水平。这些因素是精挑细选的，因为它们是市场发展水平的重要指数，是本地监管者做出的政策选择，而且这些指数是独立且公开出版的。因为不基于关于市场发展的特定模型，有人可能会估计，更好的会计准则、更好的投资者保护和对外国投资者的进一步开放，能够增进市场中投资者的利益。为在一定程度上降低资本成本，有人可能会希望看到更多的发行行为。 279

与其他三个和股票以及债券市场紧密联系的因素不同，作为金融系统总体发展的重要指标，德米尔古克-肯特与莱文（第三章）定义的银行集中度的因素影响不太显而易见。由于银行业系统内竞争较弱，在银行集中度方面，我们可能会发现初级市场的水平发展得更高。相反，在银行集中度与限制市场友好规则的政治力量相关方面，我们可能会发现，更低的市场发展水平会与之相关。

表 7—5 显示了四个不同的市场因素的条件平均数。考虑第一个会计准则。在这里，指数将国家和地区划分为三组：具有不良的、平均的和好的会计准则的国家和地区。这些统计表意味着，会计准则和财务混合之间的关系很复杂。对于所有的国家和地区，随着会计准则的改进，本国有价证券发行减少，虽然在有平均准则的国家和地区具有最高的本国证券发行水平。在会计准则最好的国家和地区，外国证券发行最多，但非新兴市场国家和地区的数据清晰地决定了结论，在这些国家和地区中，随着会计准则的改进，本国市场的重要性降低（未列出）。T 检验没有拒绝这个假定，然而，本国或者外国有价证券的比率对于会计准则好或坏的国家和地区而言是一样的。

表 7—5　　有制度因素条件的平均金融比率（百分比）

	所有有价证券		债券		股票	
	国内	国外	国内	国外	国内	国外
会计准则						
不良	80.2	19.8	18.3	7.5	61.9	12.3
平均	88.0	12.0	41.0	5.8	47.0	6.2
好	75.2	24.8	38.4	18.6	36.8	6.3
T 检验	0.54	0.54	2.11	2.28	3.27	2.78
投资者保护						
不良	79.9	20.1	30.4	6.4	49.6	13.7
平均	86.0	14.0	29.9	6.5	56.1	7.5
好	76.1	23.9	46.8	18.9	29.3	5.0
T 检验	0.54	0.54	2.11	2.28	3.27	2.78
进入限制						
限制	84.7	15.3	34.3	7.8	50.5	7.4
开放	78.8	21.2	41.1	15.5	37.6	5.8
T 检验	1.91	1.91	1.70	3.23	3.20	0.99
银行业集中度						
低于中位数	89.3	10.7	49.2	7.7	40.1	3.0
高于中位数	82.3	17.7	29.1	13.0	53.3	4.7
T 检验	3.36	3.36	6.65	2.97	4.13	1.88

债券和股票的混合也改变了会计准则的运行。在所有的国家和地区
280 中，随着会计准则的改进，本国股票发行的相对数量都下降，这种下降很大程度上抵补了国内债券的发行。随着会计准则的改进，外国股票的发行也有所下降，这抵补了外国债券的增长。对于所有的比率，T 检验拒绝了不良的和好的会计准则的国家和地区一样的假设。我们注意到，对债券—股票比率的影响是巨大的。对于具有不良会计准则的国家和地区，比率是 0.3，而具有良好会计准则的国家和地区则是 1.3。很清楚，在具有良好会计准则的国家和地区，债券市场是更重要的融资渠道。

考虑投资者保护，指数将国家和地区又划分为三组，具有低水平、
281 平均水平和高水平的投资者保护。结论与会计准则的情况很类似。随着投资者保护达到最大限度，通过本国股票市场获得的资金量又一次下降，通过本国和外国债券市场获得的资金量又一次增加。然而，这个结论很大程度上反映了非新兴市场（未列出）的经验，而在有新兴市场的国家和地区，无论是低水平投资者保护的地区还是高水平投资者保护的

地区，趋势都是一样的。在高水平投资者保护的国家和地区，外国债券发行通常会下降，虽然在没有新兴市场的国家和地区会有轻微上升。这是因为，对于那些被划分为平均水平投资者保护的国家和地区，在损害外国股票的情况下，本国股票发行量实际上上升了。在所有情况中，对于特定有价证券类型，T 检验拒绝了投资者保护低水平与高水平地区一样的假设。对债券一股票比率的影响又一次是巨大的：低水平投资者保护的国家和地区是 0.6，而高水平投资者保护的国家和地区是 1.9。与会计准则一样，对投资者保护越有利的国家和地区，债券市场越发达。

下面我们考虑对外国投资者进入限制的作用，它将国家和地区划分为开放进入和限制进入。在这里我们发现，具有开放市场的国家和地区，本国和外国股票发行的水平较低，而本国和外国债券发行的水平较高。对于非新兴市场（未列出）尤其如此，在这一点上没有新兴市场的国家和地区与有新兴市场的国家和地区的行为很不一样。总之，开放市场导致更多的外国有价证券发行，并且对本国发行的依赖减弱。对债券一股票比率的影响又一次很巨大：具有外国进入限制的国家和地区是 0.7，而开放国家和地区是 1.3。

最后，我们考虑银行业集中度和公司融资决策之间的关系。这儿的条件变量是银行集中度，它被定义为银行系统总资产被最大的三家银行控制的百分比。这个银行业部门竞争指标由德米尔古克-肯特与莱文（1999）引进到关于金融市场发展的讨论中，他们证明了国家和地区越富有，银行集中度越低。金融比率的结果显示在表 7—5，在表中我们 282
发现，银行业系统越集中的国家和地区，本国发行水平越低，外国发行水平越高（债券和股票）。对于发达国家和地区这种影响最显著，而新兴市场（未列出）则几乎没有影响。这一贯是正确的，然而，对于银行集中度高的国家和地区，债券市场发行水平明显很低。新兴市场的银行集中度高于中位数，在这些国家和地区中，国内债券的金融比率均值降低了 35%，而发达国家和地区则降低了 31%。相反，在银行集中度高的国家和地区，本国股票市场发行显著上升（对于所有国家和地区而言是 33%）。

总之，这些条件平均数分析意味着，制度因素与本国和外国有价证券发行量及债券和股票的相对发行量高度相关。市场的会计准则越良好、投资者保护水平越高、外国进入越多，通常就越依赖于国内债券市

场和外国市场，而对本国股票市场的依赖会减少。银行业系统集中的国家和地区，国内债券发行往往较少，而本国股票发行较多。总之，这些结论强烈意味着，更好的制度特征与本国和外国债券市场的发展高度相关。

7.3.2 宏观经济因素

我们对宏观经济因素和金融比率的分析限制在三个条件变量上：GDP 改变百分比、通货膨胀和相对于 GDP 的金融系统总规模。对于前面两个变量，我们采用两种方法将国家和地区划分为两组：高的和低的。一种方法——我们称之为经济周期法——计算了样本期间内各国相关条件变量中位百分数的改变，也就是 GDP 改变百分数，然后对各国家和地区—年份赋值，看是否属于高的或者低的国家和地区依赖于任何既定年份都高于或者低于该国家和地区的中位数。一旦各国家和地区—年份被划分为高的或者低的国家和地区—年份，各组所有国家和地区—
283 年份的均值都能被算出。这些均值在表中已列出。这种方法背后的思想是，在一个高的或者低增长周期中将各国分类，这种分类与该国家和地区的历史绩效有关，理由是宏观经济绩效对于决定企业绩效是很重要的。例如，在一个高增长的国家和地区，即使企业的增长是正的，如果增长率低于历史绩效，它仍可能感觉处于低谷。相反，在具有相对较低的历史增长率的国家和地区中，企业甚至可能认为适度爆发性增长很重要。

第二种计算条件平均数的方法，我们称之为长期增长方法，它计算所有国家和地区—年份值的总平均。然后将各国家和地区—年份值与这个总平均值进行比较，从而将国家和地区划分为高于或者低于总平均值的相关条件变量。一旦分了组，这两组的均值将会被算出，这些均值已列在表中。这种方法背后的逻辑是，相对于全球样本，绩效也很重要。全球样本中，在高增长或者低通胀的国家和地区中运营的公司可能与在低增长或者高通胀中的国家和地区行为方式有些不同。

六个金融比率的条件平均值利用了 GDP 和通货膨胀的条件方法，这些均值已列在表 7—6 中。经济周期估计值意味着，低于中位数绩效经历的国家和地区的股票发行水平显著较高，并且本国市场中的债券发行水平显著较低。在增长周期中，外国股票和债券发行水平都较高，但

这种影响在统计上不显著。这个结果在统计上很有趣，但同时它也令人困惑，因为在低增长期间转换到本国股票市场上，这在传统认识上存在分歧，利率和股票市场股价在增长期间会高一些。

表 7—6　　有 GDP 增长率和通货膨胀条件的平均金融比率（百分比）

	所有有价证券		债券		股票	
	国内	国外	国内	国外	国内	国外
GDP						
经济周期						
低	86.3	13.7	34.7	9.7	51.6	4.0
高	83.1	16.9	41.3	11.7	41.8	5.2
T 检验	1.53	1.53	2.20	1.17	3.19	1.21
长期增长率						
低	82.4	17.6	45.2	11.9	37.2	5.7
高	86.9	13.1	31.5	9.6	55.4	3.5
T 检验	2.14	2.14	4.63	1.32	6.06	2.26
通货膨胀						
经济周期						
低	84.5	15.5	35.2	10.9	49.2	4.7
高	85.4	14.6	40.7	10.3	44.7	4.3
T 检验	0.42	0.42	1.81	0.32	1.48	0.33
长期增长率						
低	81.7	18.3	45.0	13.3	36.6	5.1
高	87.6	12.4	31.6	8.4	55.9	4.0
T 检验	2.84	2.84	4.52	2.86	6.47	1.06

表 7—6 的第二部分列出了基于长期增长率的条件平均值。这里的结果有很大不同。增长利于全球中位数的国家和地区对本国股票的利用明显较少，更多地利用了国内债券和更高水平的外国资金。几乎所有的不同都是统计上的不同。这个结果反映样本中发达市场与新兴市场的部分分裂。新兴市场在样本期间一般具有较高的 GDP 增长率，并且也往往具有不太发达的债券市场。

我们对 3 个 6 年次时期（未列出）各长期增长率的条件平均值进行了检验。这些统计表意味着，第二部分反映的大部分不同都是由 284
1986—1991 年间蒸发的事件促成的，这一时期增长的国家和地区对国内债券市场的利用明显较高，对股票和外国债券的利用水平则较低。

表 7—6 也列出了本国通货膨胀高和低时的金融比率条件平均数。第一部分的中位数通货膨胀的经济周期估计显示，通货膨胀高的国家和地区和通货膨胀低的国家和地区没有统计上的不同，虽然有证据表明，高通货膨胀时期与国内债券的较高水平联系在一起，债券的较高水平抵补了本国股票发行的较低水平。这是一个相当违反直觉的结论，因为我们一般会将通货膨胀与固定收入工具的不确定性联系在一起，因此，我
285 们可以预期，在通货膨胀期间发行水平较低。在长期增长率中这个预期结论并没有出现，这描述了一幅很不同的画面。这里，我们发现，高于全球通货膨胀水平的国家和地区，明显利用了本国和外国更多的股票和较少的债券。与 GDP 增长率一样，大多数高通货膨胀的国家和地区也是新兴市场，然而并不是所有的新兴市场都经历过高通货膨胀。这三个时期（未列出）的结果意味着，长期增长率的大部分不同来自 1986—1991 年和 1992—1997 年两个时期。总之，这些不同反映在债券—股票比率中，低通货膨胀（1.4）的国家和地区是高通货膨胀（0.7）国家和地区的两倍。

我们的第三个宏观经济变量——金融部门的总规模——直接来自（Demirgüç-Kunt and Levine，1997），[7] 是本国存款货币银行资产和股票资本的市场总值除以 GDP。它为金融系统总体发展水平提供了一个简单的指标，虽然它看似只关注股票市场的交易行为量，而忽视了股票发行行为和债券市场。德米尔古克-肯特和莱文（第三章）发现，这个指标与 GDP 水平显著相关。在我们的分析中，我们利用总体规模指标将国家和地区划分为两组，即具有高于中位数金融系统的国家和地区和具有低于中位数金融系统的国家和地区。

表 7—7 显示了金融系统总规模的金融比率条件平均数。总之，当我们将总体中位数作为条件变量时，较大金融系统的影响体现在国内债券发行水平较高（大致是位于中位数的国家和地区的两倍），而且本国股票发行水平要低得多，它反映了这样的事实，最发达国家和地区具有发达得多的国内债券市场。国内债券市场和股票市场之间的几乎完全分裂反映在本国和外国的资金来源之间几乎没有转化。

表 7—7 最惊人的结果出现在发达国家和地区之间，在这些国家和地区中，较大的金融系统与较高水平的外国融资、初级外国债券和较高水平的本国股票发行相关。特别值得注意的是，发达国家和地区国内债

券发行水平比高于中位数金融系统的国家和地区降低了 24%，而外国债券发行增加了 74%。在新兴市场，我们也发现，外国债券发行有显著增加，并且本国股票发行有所降低，但影响比发达国家和地区要弱得多。 286

表 7—7　　有金融系统规模条件的平均金融比率（百分比）

	所有有价证券		债券		股票	
	国内	国外	国内	国外	国内	国外
所有国家和地区						
低于中位数	85.6	14.4	25.3	9.9	60.3	4.5
高于中位数	85.9	14.1	50.7	10.8	35.3	3.3
T 检验	0.16	0.16	8.56	0.46	8.20	1.30
新兴市场						
低于中位数	89.5	10.5	30.4	6.1	59.2	4.4
高于中位数	84.9	15.1	26.9	11.1	58.0	4.0
T 检验	1.61	1.61	0.94	2.11	0.28	0.35
发达国家和地区						
低于中位数	87.5	12.5	65.3	9.9	22.2	2.6
高于中位数	78.7	21.3	49.8	17.2	28.9	4.1
T 检验	3.04	3.04	3.33	2.89	2.06	1.47

总之，这些结果意味着，宏观经济行为和初级市场行为之间存在紧密联系。高增长国家和地区对本国股票市场更依赖。一旦经济成熟，国内债券市场将成为更重要的融资渠道。与增长不同，通货膨胀对发行行为的短期影响不大。然而，对于那些持续高通货膨胀的国家和地区，本国和外国股权支配着债权融资。数据显示，随着国家和地区开发本国银行业系统，国内债券市场相对于本国股票市场来说也变得更加重要。

7.3.3　金融结构

表 7—7 中的结果显示，至少如该表度量的那样，金融系统的总体规模对债券和股票的选择具有一定的解释力，但对于选择外国或者本国融资渠道几乎没有解释力。对此，一个可能的解释是，金融系统的结构而不是规模对融资选择具有重要影响。因此，在这一部分，我们探讨金融结构的不同指标以了解规模，以及金融系统的属性对公司融资决策的影响。为此，我们采用德米尔古克-肯特与莱文（第三章）利用的三个 287

额外指示变量：股票市场交易总值相对于 GDP；存款货币银行对私人部门发放的贷款比率除以股票市场交易总值；德米尔古克-肯特与莱文（第三章）基于几个变量构建的一个金融结构指数，用于将国家和地区划分为银行导向型或者市场导向型。

我们从股票市场交易总值（相对于 GDP）的比率开始，将它作为股票市场发展的指标。直觉上，股票市场越发达，资本成本应该越低，而股票发行水平应该越高。或者，股票市场发展能够作为金融市场发展的一般代表，更发达的股票市场可能并不与选择股票或者债券相关。然而，在这种情况下，我们仍可以看到，相对于外国发行水平，本国市场发行水平较高。

从另一方面讲，表 7—8 的证据很有趣，它显示了股票市场发展与更高的外国发行水平的统计相关，虽然超过中位数和低于中位数的国家和地区之间经济的不同只是在边际上。我们也注意到，更高水平的外国活跃性在有新兴市场的国家和地区和发达国家和地区都出现，同时这两种国家和地区的本国发行水平都下降了同样的数量。然而，惊人的是，股票市场更发达是与国内债券发行水平更紧密相关的，高于中位数的国家和地区比低于中位数的国家和地区发行的国内债券多出大约 50%。然而，这个结果在发达国家和地区得到明确证明，这些发达国家和地区占据了超过中位数样本（相对于主要中位数）的大部分，而且一般拥有更发达的债券市场。事实上，当我们观察这些国家和地区时，我们发现，发达国家和地区、高于中位数的国家和地区拥有国内债券融资的比
289 率比低于中位数的国家和地区低了 28%。新兴市场在国内债券融资方面的不同在经济意义上而言几乎是零。

表 7—8　　有金融结构变量条件的平均金融比率（百分比）

	所有有价证券		债券		股票	
	国内	国外	国内	国外	国内	国外
交易总值						
所有国家和地区						
低于中位数	87.9	12.2	30.7	7.7	57.1	4.5
高于中位数	84.1	15.9	46.0	12.6	38.1	3.3
T 检验	1.79	1.79	4.91	2.75	6.06	1.27
新兴市场						
低于中位数	90.8	9.2	28.4	5.1	62.4	4.0

续前表

	所有有价证券		债券		股票	
	国内	国外	国内	国外	国内	国外
高于中位数	83.6	16.4	28.5	12.2	55.1	4.3
T 检验	2.60	2.60	0.00	2.98	1.78	0.19
发达国家和地区						
低于中位数	87.6	12.4	66.7	8.6	20.9	3.8
高于中位数	78.6	21.4	48.1	18.8	30.6	2.7
T 检验	3.10	3.10	4.08	4.09	3.03	1.11
银行/股市交易指数						
所有国家和地区						
低于中位数	83.2	16.8	40.6	13.0	42.6	3.8
高于中位数	88.4	11.6	37.6	7.7	50.8	3.9
T 检验	2.49	2.49	0.93	2.98	2.53	0.11
新兴市场						
低于中位数	84.2	15.9	31.2	10.4	53.0	5.5
高于中位数	90.2	9.8	25.4	7.2	64.8	2.7
T 检验	2.14	2.14	1.61	1.34	2.92	2.18
发达国家和地区						
低于中位数	82.4	17.6	56.9	15.2	25.6	2.3
高于中位数	85.1	14.9	60.4	10.5	24.7	4.5
T 检验	0.89	0.89	0.73	1.85	0.26	2.12
金融结构指数						
低于中位数	89.4	10.6	37.8	7.1	51.7	3.5
高于中位数	80.7	19.3	40.9	15.0	39.9	4.3
T 检验	4.15	4.15	0.97	4.43	3.64	086
新兴市场						
低于中位数	90.4	9.6	22.9	6.2	67.5	3.4
高于中位数	82.0	18.0	36.6	12.7	45.4	5.3
T 检验	2.95	2.95	3.81	2.69	5.55	1.45
发达国家和地区						
低于中位数	87.6	12.4	66.7	8.6	20.9	3.8
高于中位数	78.6	21.4	48.1	18.8	30.6	2.7
T 检验	3.10	3.10	4.08	4.08	3.03	1.11

在股票方面，相对于低于中位数的国家和地区，总体高于中位数的国家和地区在股权融资比率方面下降了33%，这种下降在1%的水平上统计显著。如同在国内债券市场的情形中它提供了补充一样，这个结果在发达市场和新兴市场很不一样。观察本国股权融资水平，很明显，在

新兴市场本国股票起的作用比在发达市场中起的作用要大得多，主要的结果很大程度上反映了这种不同。在两小组国家和地区中，我们可以发现对股票市场发展非常不同的反应。在发达国家和地区，超过中位数的国家和地区具有明显更高的本国股权融资水平，以及边际上更低的外国股权融资水平。相反，在新兴市场，更多的股票市场交易与对股票更低水平的依赖相关，也与外国股票的更高水平相关。

我们下一个对金融系统结构的度量是货币存款银行对私人部门的贷款相对于股票市场交易值的比率。德米尔古克-肯特与莱文（第三章）发现，这个指标与 GDP 相关，是金融系统中银行与市场相对重要性的指数。直觉上，这个比率越高，系统就越倾向于银行导向型。对于我们的金融比率，系统市场导向程度越小可能越倾向于外国融资渠道。

表 7—8 第二部分的结果显示，超过银行/交易比率中位数水平的国家和地区事实上拥有更高水平的本国证券发行，这个结果在统计上的显著程度超过了在经济上的显著程度。然而，我们注意到，结论对于两小组国家和地区都适用，虽然对于发达国家和地区而言不太显著。对于所有的市场，尤其是新兴市场，具有更加银行导向型的国家和地区存在获得本国股票而牺牲本国和外国债券的强烈趋势，这上升了将近 20%。在发达国家和地区，采用银行/交易量指标，并没有发现国内债券和股票水平之间存在多大差异，但外国债券确有显著下降，这几乎弥补了外国股票的增加。

290 我们最后一个金融结构变量是总体指数，它是德米尔古克-肯特和莱文（第三章）构造的，依据一套包括资本的市场总值比银行资产、交易量比银行贷款和交易量比银行管理成本的指标来划分国家和地区。结论性的指数将国家和地区划分为两个小组：市场导向型和银行导向型。[8]德米尔古克-肯特与莱文（第三章）证明，国家和地区收入越高就越倾向于市场导向型。基于我们的数据，有人可能会预计，更加市场导向型的系统会依赖于本国有价证券，然而债券和股票之间的差别并不清晰。

表 7—8 的第三部分显示了金融结构指数的结论。总的来说，它们显示，市场导向型国家和地区实际上更加依赖于外国有价证券，发行的外国有价证券比本国有价证券多出了 82%。观察这些小组，有人可能会将很多不同归结于新兴市场和发达市场之间的差别。但实际上，在两

种国家和地区中，外国融资水平的比率非常类似，而且与市场导向型系统相关的增长水平也基本一样，都增加了超过 70%。而且，在两种类型的国家和地区中，外国发行量的增加是外国债券而不是外国股票发行量增加的结果，在发达国家和地区，外国股票发行量实际上稍微有所减少。

总的来说，市场导向型国家和地区对股票的依赖比银行导向型国家和地区少很多，两组国家和地区中本国股票比率平均减少 23%。然而，这种减少主要是由新兴国家和地区造成的，因为它们比发达国家和地区更依赖于本国股票，而且那些被划分为市场导向型的新兴市场对国内债券的依赖性比银行导向型的新兴市场小。发达国家和地区正好相反；市场导向型发展中国家和地区对本国股票市场的依赖程度大于银行导向型国家和地区，这种下降在统计上和经济上都显著。

总的来说，我们采用的这三个金融结构指标产生了一致的结论。金融系统越是市场导向型的就越依赖于外国证券。这是由对外国债券的依赖而主要牺牲本国股票造成的。对于这三个指标，结果在统计上和经济
上都显著，在金融结构指数上，市场导向型国家和地区的外国融资比率 291
相对于银行导向型国家和地区增长了 85%。

7.3.4 私有化

本文研究的时期正是很多国家和地区开始和继续对很多国有企业进行私有化的时期。受这些事件发生方式的影响，它们对本国或者国际有价证券的发行具有重要影响。在这一章，我们将检验两种方式的私有化对融资比率的影响。首先，我们在给定年份中一国是否私有化的条件下计算融资比率均值。然后，通过计算私有化计划开始以后各年份的比率，我们检验了私有化对融资比率均值的长期影响。[9]

表 7—9 列出了私有化活动条件下的融资比率均值。第一部分将私有化出售为正（在任何给定年份）的国家和地区与其他所有国家和地区进行对比。一点都不让人惊讶，具有私有化现象的国家和地区本国股票发行水平明显较高。另外，私有化与较高水平的外国股票和债券发行量
相关。我们注意到，在进行私有化的国家和地区，外国发行水平比其他 292
国家和地区高出 143%。我们还注意到，在进行私有化的国家和地区，负债/股票比率均值是 1.03，高出没有私有化国家和地区 0.9 的水平。

表 7—9　　有私有化出售条件的平均金融比率（百分比）

	所有有价证券		债券		股票	
	国内	国外	国内	国外	国内	国外
不出售	87.5	12.5	38.6	9.3	48.9	3.2
出售	69.6	30.4	32.5	18.3	37.1	12.1
T 检验	6.29	6.29	1.46	3.81	2.71	6.62
私有化开始后的各年						
0—3 年	74.2	25.8	34.5	14.4	39.7	11.3
4—7 年	68.4	31.6	35.3	21.4	33.1	10.2
8—11 年	68.4	31.6	50.2	23.2	18.2	8.4
T 检验	0.71	0.71	1.63	1.51	2.37	0.53
F 检验	25.1	25.1	1.0	11.7	9.7	23.3

注释：该表给出了存在私有化改革计划的国家的平均金融比率，以及该计划启动后若干年的年均金融比率。

表 7—9 的第二部分显示私有化出售开始以后各年的融资比率均值。这些数字显示了私有化之后国内债券市场一种很惊人的长期发展类型。在私有化开始的早些年，国内债券市场占所有外部融资的 35%，但直到 11 年后，该比率才达到 50%，之前一直都是 35%，增长了 45%。外国债券发行也有所增长，虽然绝对值比较小，增长百分比还是达到了 61%。这些增长都被股票发行抵消了，本国股票发行量降低了 55%，而外国发行量增加了 26%。我们还注意到，总体发行的债务/股票类型有所改变，从私有化以后早些年 1.0 的比率增至后来的超过 2.7。

7.4 结　论

对于企业来说，初级市场是资金的潜在重要来源。然而，到此为止，这些市场还没有被广泛地研究。这一章检验了 1980—1997 年间一组大样本的国家和地区初级市场融资的类型。此分析提供了一些公司融资面临的问题的见解。

总的来说，在工业化国家和地区和新兴国家和地区，在 20 世纪 90 年代公司负债和股票的发行都有迅猛增长。作为 GDP 的一部分，很多新兴股票市场现在已经超过了主要发达市场水平。虽然这相对于债务市场的程度仍小一些，在一些国家和地区，私人负债的发行仍然成为融资

的重要机制。在经历20世纪80年代的危机以后，新兴国家和地区在20世纪90年代迅速重新进入国际初级市场，但股票的份额更大了。这些总体数字隐藏了不同国家和地区相当大的变化。

这些发现对于公共政策具有直接影响。特别是，我们的研究表明，初级市场发展与宏观经济因素和特定市场方面有关，包括会计框架、投 293 资者保护水平和外国投资者进入程度。虽然金融市场发展可能有助于达到宏观经济目标，但统计表也显示，经济环境越稳定，本国金融市场水平就越高。最后，我们发现，私有化和国内债券市场发展之间存在紧密联系。

附录 7.1　数据来源

A. 关于股票和债券新发行的数据来自国家和地区渠道，包括股票交易所、中央银行和资本市场监管组织。

阿根廷	布宜诺斯艾利斯商品贸易所
比利时	**经合组织金融统计月刊**
巴西	证券交易委员会，里约热内卢证券贸易所
加拿大	加拿大银行
智利	智利中央银行，证券和保险监管委员会
中国	中国证券监管委员会
哥伦比亚	证券会，共和国银行
芬兰	芬兰银行
德国	**经合组织金融统计月刊**
印度	印度储备银行
印度尼西亚	资本市场监管局（BAPEPAM）
日本	**经合组织金融统计月刊**
约旦	安曼金融市场
韩国	韩国银行
马来西亚	吉隆坡证券交易所，马来西亚国家和地区银行
毛里求斯	毛里求斯银行，证券交易委员会
墨西哥	墨西哥证券银行，国家银行与证券委员会
新西兰	新西兰股票交易

巴基斯坦	公司法律部，卡拉奇证券交易（担保）公司
秘鲁	国家公司和证券监管委员会
菲律宾	菲律宾中央银行
294 葡萄牙	商业和证券交易委员会
新加坡	新加坡货币当局
斯里兰卡	科伦坡证券交易所，斯里兰卡证券和交易委员
中国台湾	中央银行
泰国	泰国银行，证券和交易委员会，泰国证券交易所
土耳其	土耳其资本市场委员会
英国	**经合组织金融统计月刊**
美国	**经合组织金融统计月刊**
委内瑞拉	国家证券委员会

B. 以货币市场美元价格计算的 GDP 来自世界银行国民核算账户关于发展中国家和地区的数据库，也来自经合组织国民核算账户关于工业化国家和地区的数据库。香港 GDP 数据来自香港每月分类统计。中国台湾地区的 GDP 数据来自国际金融组织（公司）新兴股票市场（1989，1996）。所有国家和地区国际负债和股票发行数据都来自 Bondware。

参考文献

295 Aylward, Anthony, and Jack Glen. 1999. Primary securities markets: Cross-country findings. Discussion Paper 39, International Finance Corporation.

Candoy-Sekse, Rebecca. 1998. Techniques of privatization of state-owned enterprises. Technical Paper 90, World Bank.

Domowitz, Ian, Jack Glen, and Ananth Madhavan. 2000. Liquidity, volatility, and equity trading costs across countries and over time. Working Paper, School of Business, University of Southern California, Los Angeles, CA.

Glen, Jack, and Ananth Madhavan. 1999. Primary securities markets in emerging nations: A case study of Peru. Emerging Markets Quarterly 3: 30-37.

Karolyi, G. Andrew. 1996. What happens to stocks that list shares abroad? A survey of the evidence and its managerial implications. *Financial Markets, Institutions, and Instruments* 7: 1-60.

Levine, Ross. 1997. Financial development and economic growth: Views and agenda. *Journal of Economic Literature* 35: 688-726.

Levine, Ross. 1998. The legal environment, banks, and long-run economic growth. *Journal of Money, Credit, and Banking* 30: 596-613.

Patrick, Hugh, and U. Tun Wai. 1973. Stock and bond issues and capital markets in less developed countries. *IMF Staff Papers* 20: 253-317. International Monetary Fund.

Rajan, Raghu, and Luigi Zingales. 1998. Financial dependence and growth. *American Economic Review* 88 (3): 559-586 (June).

Stulz, Ren6 M. 1999. Globalization of equity markets and the cost of capital. Mimeo, School of Business, Ohio State University, Columbus, OH.

【注释】

[1] 相反，二级市场是投资者对已有有价证券进行交易的场所。

[2] 一些国家和地区总体市场发展报告已经被类似国际银行的国际机构证明，但通过时间序列的方法关于很多国家和地区的证据几乎没有。1973 年帕特里奇和魏提供了一份对发展中国家和地区初级市场活动的早期分析。

[3] 格伦和马达弗恩（Glen and Madhavan, 1999）提供了秘鲁市场的详细情况。

[4] 对于一个稍大一些的国家和地区样本在较短期间（1980—1985 年）的情况，艾尔沃德和格伦（Aylward and Glen, 1999）提出，政府长期负债等于所有长期有价证券（包括股票）发行量的大约 45%，这意味着它在规模上相当于所有的私人发行量总和。

[5] 国家和地区组的定义见表 7—1。

[6] 舒尔茨（第四章）认为，全球化减少了股票资产的成本，因为投资者要求的补偿其投资于股票的风险的预期收益和代理成本都减少了。

[7] 雷金和津格利斯（1998）也利用了一个类似的市场发展自标。

[8] 对指数的定义更详细的解释和其指数值列举的国家和地区见德米尔古克—肯特和莱文（第三章）。

[9] 私有化数据来自两个来源：Candoy-Sekse（1988）和私有化年鉴（各种案例）。

金融学前沿译丛

IV

金融结构和经济绩效：国别研究

8. 智利的金融结构：宏观经济发展和微观经济效应

弗朗西斯科·加里格
诺曼·罗扎

8.1 导　言

智利在 20 世纪 80 年代和 90 年代突出的宏观经济绩效被描绘为市场导向型政策的成功例子，并因此，成为很多研究的对象（Bosworth, Dernbusch and Labán, 1994; Perry and Leipziger, 1999）。最近，最受关注的领域是金融发展（Eyzagwirre and Lefort, 1999）。自从 20 世纪 80 年代中期，银行业中介和股票资本的市场总值有了令人瞩目的发展，这已经被很好地证明，它将智利作为十年后拉丁美洲的金融领导。直到 1995 年，智利存款货币银行发放的贷款占 GDP 的比率是 49%，几乎超过巴西的 50%，是该区域这一方面排名第二的国家和 299

地区。同一年，智利股票市场资产占 GDP 的比率是 105%，至少超过拉丁美洲其他任何国家和地区的三倍（Loayza and Palacios，1997）。

本章的目标是描述智利金融市场在宏观经济层面上的发展，然后检验它们在公司层面上的影响。在宏观经济层次，我们关注金融结构发展，即银行业部门与股票、债券和其他资本市场的相对发展。类似地，在企业层面上，我们不仅研究它们金融市场的主要渠道，还研究最近十年它们的融资（资产负债表）决策影响。

本章组织如下。8.2 部分回顾了智利最近三十年金融市场的宏观经
300 济发展。首先，我们描述了针对金融市场的政府政策，这些描述按时间展开。它们从严重的干预主义（1973 年以前）到激进的市场导向（1974—1981 年），在经历了严重的银行业危机之后，又进入谨慎监管时期（1985 年到 20 世纪 90 年代）。最近，20 世纪 90 年代可以被视为放松监管的第二次浪潮，在这段时期进入国际金融市场和来自国际金融市场的途径逐渐弱化。在 8.2.2 部分，我们描述了银行业部门和各种资本市场（债券、股票、基金和保险市场）的发展。我们沿用德米尔古克-肯特和莱文（第三章）提议的标准来组织这一章，依次评估最重要的金融市场的规模、行为和效率。

在 8.3 部分，我们分析最近十年发生在智利的一组企业样本中的变化。这个样本由 79 个企业组成，这些企业都在股票市场上市，1985—1995 年的年报数据可以获得且完整。这一部分的目标是估计并检验这三个宏观经济问题。第一个问题涉及企业进入金融市场的途径。我们特别检验了 20 世纪 90 年代投资对于国际资金的依赖是否比 80 年代有所减少，因而投资对于企业 q 值的反应是否更强烈。第二个问题与企业的资产负债表状况有关。确切地讲，我们检验了 20 世纪 90 年代金融改革和银行业、股票和债券市场的总体发展是否影响了企业资产负债表中负债相对于股票的重要性、长期负债相对于短期负债的重要性。第三个宏观经济问题涉及企业的增长率，以企业经营收入的成比例增长度量。我们研究特定企业和总体金融市场发展对我们样本中企业增长的影响程度。8.4 部分提供了一些结论。

8.1.1 简要文献回顾和本章的附加值

相当多的文章在宏观层次上检验过近期智利金融市场的经历。大部

分文章研究的是涉及银行业部门管制和监督的政策改变，以及它们对银行的资产和资产组合的影响（Arellano，1983；Brock，1992；Ramírez and Rosende，1992；Valdés-Prieto，1992；Larraín，1995；Budnevich，1997）。其他的文章研究资本账户控制以及自由化的金融和宏观经济效应（Johnson，Darbar and Echeverria，1997；Soto，1997；Valdés-Prieto and Soto，1998；Gallego，Hernández and Schmidt-Hebbel 即将出版，De Gregorio，Edwards and Valdés，2000）。只有最近，一些研究才采用广泛的方法研究资本市场，试图提供一种关于智利银行业部门、股票和债券市场和保险市场结合发展的全面观点（Eyzaguirre and Lefort，1999；Reinsteon and Rosende，1999）。大部分文章都基于时间序列，它们都将智利金融深度和行为最近的发展与 20 世纪 80 年代后期和 90 年代智利 GDP 的高速增长联系在一起。然而，在关于金融发展原因和金融系统各种组成部分相关重要性方面，他们提供的观点并不一致。在评估金融系统总体水平方面，8.1 部分和 8.2 部分和以后的研究类似。然而，这一章在银行业之间的比较方面的观点是不同的，并且强调资本市场。这是为了回答智利的金融系统是否成为银行导向型或者市场导向型（这里的市场不仅指股票市场，也指债券、保险和基金市场）的问题。此外，沿用规模、行为和效率的标准对金融市场进行的评估是为了引导对宏观经济证据的分析。 301

在 8.3 部分，我们研究了金融总体水平上的发展对企业融资结构以及金融负债和股票市场的途径的影响。我们对宏观经济证据的分析沿用三种研究传统。对企业投资行为如何受金融约束决定的首次研究超出了包含在企业 q 值中的利润最大化考虑（Fazzari Hubbard and Petersen，1988 Hoshi，Kashyap and Scharfstein，1991；Stevn，1997；Hu and Schiantarelli，1998；Mairesse，Hall and Mulkay，1999；Kaplan and Zingales，2000）。在企业面临外部融资的约束或者高成本方面，它们的投资不仅依赖于盈利能力，而且受到外部资金的供给和企业资产负债表构成的限制。梅迪纳和瓦尔德斯（Medina and Valdés，1998）提供了这方面研究的一个有趣应用，它与智利的经历相联系。在一个智利上市交易企业样本中，他们发现，企业的融资约束确实影响了它们的投资行为，特别是对于没有被视为投资等级的企业。在这一章，我们分析是否企业对外部资金和资产负债表的组成的依赖较少，而更多的是受到它 302

们托宾的 q 值的影响，而托宾的 q 值是金融发展的结果（对印度尼西亚类似的应用，见哈里斯、希思塔瑞利和瑟加（Harris，Schiantarelli and Siregar，1994）），从而我们来评估金融发展的影响。

我们沿用的第二个传统研究决定企业融资结构的特定企业和总体因素（Aivazian et al.，2001；Demirgüç-Kunt and Maksimovic，1994；Lee，Lee and Lee，1999；Schmukler and Vesperoni，2000）。在这种传统中，赫思纳茨和沃克（Hernárdez and Walker，1993）检验了智利1983—1984 年间的金融危机和银行业谨慎的管制是否影响国内非金融企业的负债和股票组成。他们发现，在危机以后，负债—股权比例有所下降，特别是在传统部门企业。这是因为新的谨慎的银行业管制导致了资产清算和相应负债减少。关注 1985—1995 年，在这一章，我们检验智利金融系统各部门的变化是否影响了企业对股票、长期负债和短期负债这些可替代的融资选择的偏好，与这些融资选择的供给。控制企业类似规模、有形资产和公告收益率等类似的企业性质，我们估计了银行业、股票和债券市场的规模和行为的资产负债表影响。

第三个经验目标是研究企业增长的宏观和微观决定因素。从而我们试图进行金融发展相对于 GDP 增长的宏观水平的多国、时间序列研究（见 Levine，1997；Levine，Loayza and Beck，2000）。然而，如果我们的企业样本并不是智利所有经济活动的典型，我们将在特定企业因素和解释关于宏观变量的增长影响方面格外小心（Nickell，Wadhwani and Wall，1992；Bernstein and Nadiri，1993；Schiantarelli and Srivastava，1996；Sena，1998）。将这些经验研究加入到上面提到的那些研究中，我们试图给出一个关于 20 世纪 90 年代宏观金融发展和结构如何影响企业进入金融市场的渠道、它们的资产负债表结构和增长绩效的全面图画。

最后，我们必须认识到这一章的两个缺点。我们这里关注智利金融
303 发展如何导致企业投资较多受它的预期收益率影响，而较少受外部资金供给约束。然而，从消费者的角度看，金融部门的影响超出了它对投资和增长的影响。一个发展良好的金融系统允许经济当事人跨期平滑消费。通过保护投资者不受暂时负面收入冲击和与之相联系的不确定性的影响，一个发达的金融系统增进了私人和社会福利。虽然存在无可否认的重要性，智利金融发展对消费平滑的影响仍超出了这一章的范围。[1]

本章的第二个缺点与我们企业层次的结论对智利总体经济的适用性相关。很明显，我们的企业样本不具代表性，我们采用的企业都是建立良好、成熟的上市企业，并且具有良好的资产负债表数据。我们可以认为，银行业和资本市场发展对于增长具有更大的影响，因而，我们的结论对于金融发展的有利影响约束程度较低。然而，这种影响可能是通过非线性形成的，或者开始的影响模糊了我们的结论对于整体经济的推断。我们将智利金融发展如何影响企业的典型规模、成熟水平和部门留给下一步的研究。

8.2 宏观经济发展（1960—1997）

为了检验最近 30 年智利金融系统的宏观经济发展，这一部分首先简要描述了相关经济政策，然后描述了这一时期的部门绩效。

8.2.1 金融部门政策

现在我们回顾最近三十年关于智利金融系统的主要政策。这些政策结合了其历史基础（例如国家和地区的法律传统），主要发展模型的范围遵照国家和地区各时点。下面金融政策的确定符合那些总体经济政策。

金融抑制，1937 年以前 304

反思智利和其他大多数拉丁美洲国家和地区这些年贯彻的内生增长模型，金融部门受到严格管制。这意味着受控制的利率、贷款数量限制、对具有优先权部门的委托分配和大型国有银行和其他金融机构的流行，后者在 1970—1973 年间尤其流行。[2]

金融自由化，1974—1981 年

1974 年开始的国家和地区发展模型中的激进转变表现在对银行业部门的大多数管制都解除了。与市场自由化逻辑一致，利率和国内贷款由市场因素决定。因此，1976 年 1 月利率完全自由化，金融银行业的壁垒从 1975 年开始逐渐消除，对多数存款类型的流动要求率在 1974 年和 1980 年间被降低。对贷款数量的控制在 1976 年被消除，而资本账户的逐渐开放发生在 1975—1980 年间。

20 世纪 70 年代金融自由化一个重要的组成部分是国有银行私有

化。它从20世纪70年代中期开始，通过利用高杠杆财务计划出售资产来实现。这种融资机制使潜在的购买者能够从政府部门借得将近销售价格90%的资金，并利用他们自己的私人资产作为主要担保。[3]伴随着私有化进程，对银行业的进入限制也逐渐放松。

类似地，其他资本市场，例如保险、债券和股票市场在几次变革之后也取得了发展。1976年，股票注册制度产生，信息公开成为一种强制。1981年，一系列旨在保护少数股东权益并防止误用信息特权的法律颁布。同样在1981年，长期负债保险被推动。20世纪80年代，保险市场价格自由化，同时，对保险公司资产组合的谨慎管制被执行。同一年，一个完整的养老基金系统开始运行，私人机构开始管理养老基金，将它们投资于各种金融产品。

305 与对资本市场谨慎管制相反，银行业系统缺乏良好的管制和监督系统，包括缺乏有效的公开披露机制。而且，两个额外的因素加重了恰当管制体系的缺乏。首先，对存款存在固有的国家和地区保险，这成为1976年援助奥索诺联合银行和其他金融机构的理由。其次，购买国有银行的融资机制产生了高财务杠杆银行，它们大多属于高负债的经济集团。固有的政府保险、高财务杠杆的存款银行、缺乏适当的银行业管制和债务优惠税收待遇产生了道德风险问题，这恶化了银行的资产组合和应对银行业危机的准备。

银行业危机，1982—1984[4]

除了助长道德风险问题之外，银行资产负债表还遭受着票据到期和货币的不匹配，因为它们对非贸易部门长期投资项目的资金大都来自外国负债。银行的资产组合不匹配使它们处于一个容易受到攻击的地位，这在20世纪80年代前半期的宏观冲击中得到了证明。从1981年到1984年负面的交易冲击、国际利率的急剧上升和随后智利货币的大幅度贬值恶化了大多数银行的资产组合质量，并导致了一些银行破产。虽然负面的宏观经济发展无法完全预测，但银行无法调整它们的资产组合主要是因为它们估计政府会进行援助。在1982年到1985年间，政府干涉了21个金融机构，包括圣地亚哥银行（Banco de Santiago）和智利银行（Banco de Chile），它们拥有银行业部门总贷款资产组合的35%。在被干预的金融机构中，14家机构被清算，其余的被恢复和私有化。政府允许银行重新融资，发行长期负债（由中央银行购买）以置换既有

的无效资产，从而将银行复原。因此，政府承担了 1982 年银行危机很大份额的成本。

尾随此次银行业危机，自由化进程部分逆转了以下现实，第一，政府成为被援助银行的管理者和主要贷款人，第二，政府恢复了金融控制，例如对外部资本运动的限制和中央银行建议利率。 306

谨慎管制，1985—1990

1985 年，对利率的控制被消除，一种新的银行业法律被颁布。这建立了一个现代的谨慎管制、政府的强制监督能力和外生存款保险。新的银行业法律包括（1）限制资本负债率和与银行财务杠杆形式相关的准备金要求，（2）通过对存款的部分公共担保和强制对公众公开信息，激励对银行的私人监控，（3）分离银行的核心业务与附属业务。[5]

对于其他资本市场的管制框架也在这个时期有所改进。主要的改变是：第一，执行了新的破产法。新的破产法阐明了企业破产时私人部门的责任范围。第二，允许私人养老基金管理人员购买国内企业股票，不过这要受到管制。第三，1984 年的税收改革消除了企业负债的优惠待遇（与股票相对），为所有投资者的金融储蓄提供了激励。

大型国有企业（电话和能源公司、一些矿业企业）的私有化、受援助银行的恢复、私有企业外部负债股权比的重要改变强烈促进了股票市场和养老基金（智利最大的机构投资者）的发展。这有益于整个社会资本所有权的扩展。[6]

外部融资解除管制，1991—1999

外部融资解除管制从 20 世纪 80 年代后期开始，90 年代很多与外部资本账户交易相关的限制被取消，使对外部融资管制的消除得到强化。确切地讲，第一，允许具有良好债务比率的企业在外部市场发行债券和股票；第二，允许机构投资者，例如银行、养老基金和保险公司，持有外部资产；第三，对外部投资和资产组合的业绩要求逐渐放松；第四，国际贸易支付业务自由化（更多细节见加里格、赫思纳茨和施米特-赫布尔即将出版）。然而，直到最近，中央银行仍具有资本控制权，这种控制权以一种外部资金的无报酬储备的要求形式存在，倡导这种做法的基础是它能阻止短期资本不稳定。在 1998 年 9 月这个要求实质上被取消了。 307

1997 年，一项新的资本市场法律被国会通过，该法律管制银行参与非传统领域，例如制造业、非养老保险和投资银行业务。

最后，在这一时期，一些关于私人养老基金业务的管制开始显示出缺陷。确切地讲，法律对效益不佳的私人基金强制收取资本罚金，它导致所有私人基金过度模仿其他私人基金的资产组合。而且，对私人养老基金投资类型范围的限制使资产组合无法充分分散化。

金融部门政策指数

上面研究的政策改变可以用金融自由化指数概括。班迪拉等(Bandiera et al.，2000)、莫利、麦查多和佩蒂纳托（Morley，Machado and Pettinato，1999）已经进行了这样的工作。这些指数见图 8—1。两个指数都很好地反映了智利五个金融政策时期，包括 20 世纪 70 年代的最初自由化、20 世纪 80 年代早期危机之后的部分逆转、20 世纪 90 年代的加强和扩张。进一步看，莫利、麦查多和佩蒂纳托的指数也提供了其他国家和地区的情况。当我们将拉丁美洲平均水平与智利指数进行比较时，我们注意到，在将近 20 年的时间里，智利总是高于平均水平。然而，最近，因为这一区域的其他国家和地区经历了强烈的自由化，智利的位置开始移入平均水平。

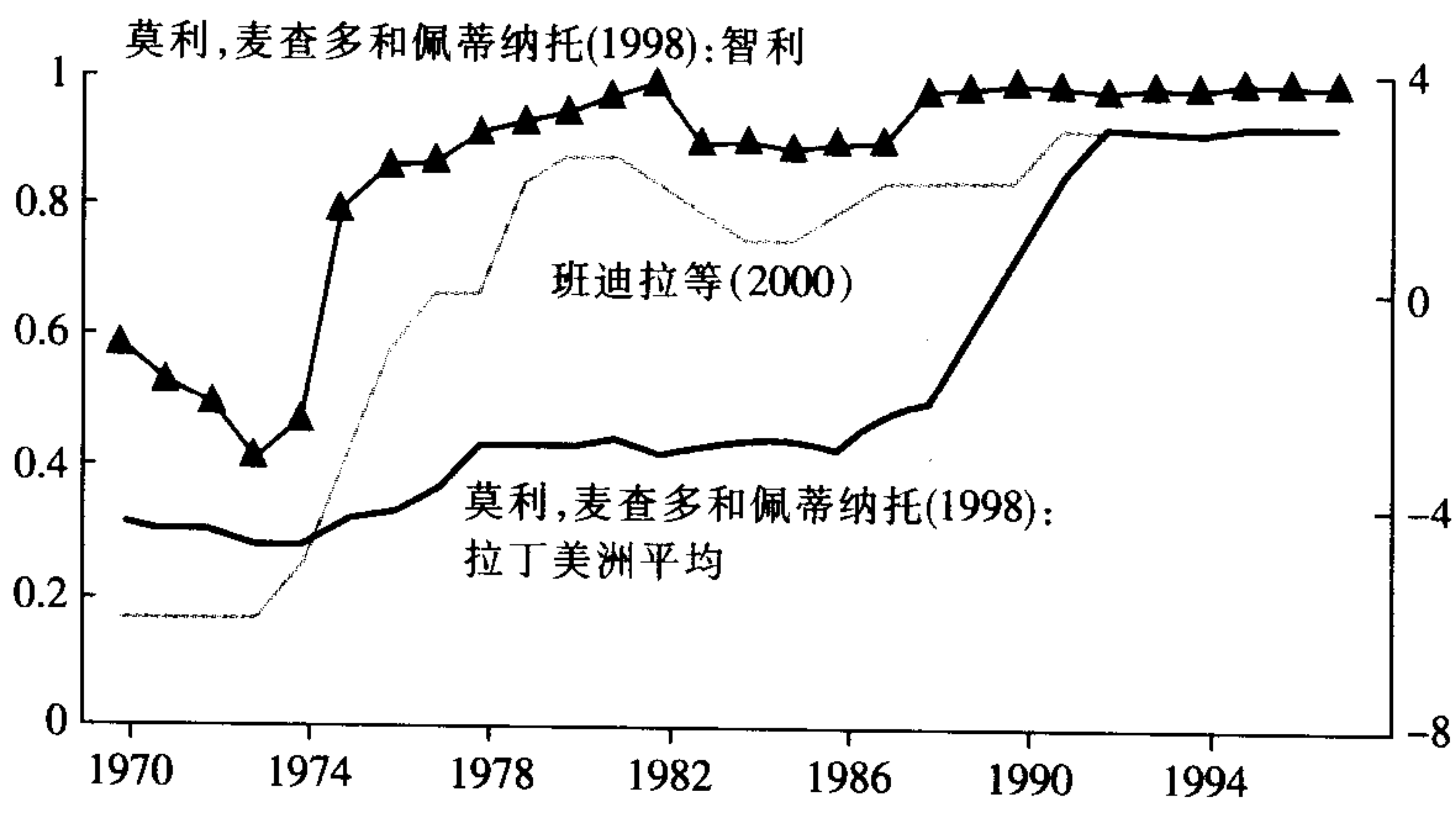


图 8—1 金融自由化指数

资料来源：作者的详述，采用莫利、麦查多和佩蒂纳托（1998）及班迪拉等（2000）。

8.2.2 金融部门绩效

这一部分将会描述智利金融系统的主要结论，强调德米尔古克-肯
308 特和莱文在第三章中提出的度量值，这些度量值决定银行业和其他金融

市场的规模、行为和效率。在这一部分，我们还比较了主要金融市场的相对发展。因此，我们试图评估，智利的经济是否能被划分为银行导向型或者股票市场导向型。

金融系统：全球结果

图 8—2 显示了智利从 20 世纪 60 年代至今金融部门规模的演变。它也显示了主要金融市场——即银行、股票市场和债券市场——对 GDP 的贡献程度。[7]

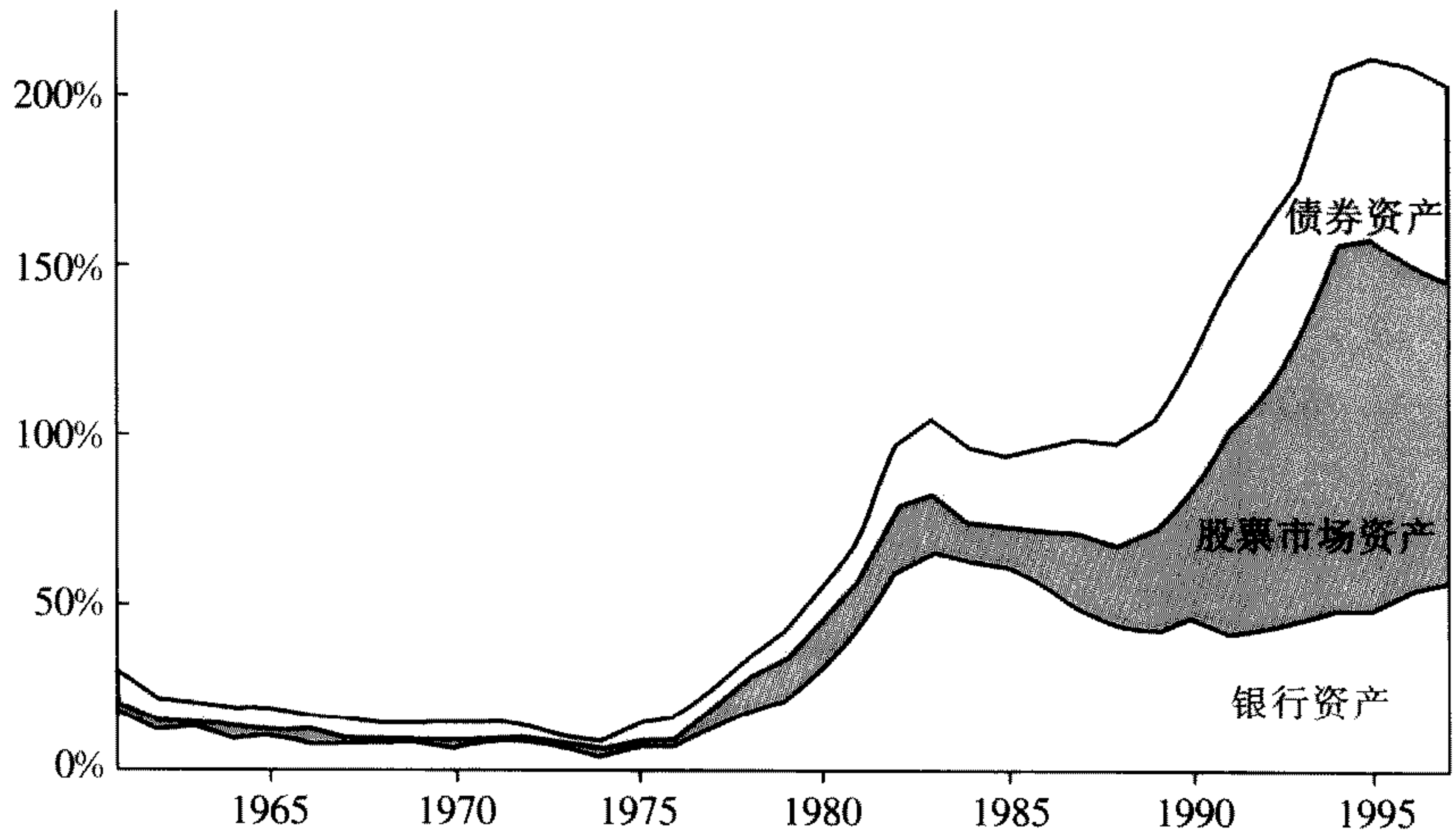


图 8—2 金融市场发展

资料来源：Jefanovic (1979)，第二章（此项），智利中央银行和 CB Capitals。

从 20 世纪 70 年代中期起，智利的金融系统相对于经济规模有所增长。银行业系统在 20 世纪 70 年代后期增长显著，在最近 20 年增长适度。债券市场从 1980 年开始扩张，而股票市场在 20 世纪 90 年代则经历了显著增长。这一时期金融部门总体增长伴随着它的结构和组成的重要改变。然而，有趣的是，金融市场的发展并不平稳，而是经历了暂时的繁荣。例如，银行业信贷在 1982 年危机以前的繁荣几乎都逆转了，股票市场 1983—1984 年间的扩张也遇到了相同的情况。在某种程度上，股票资本的市场总值在 1996—1997 年间的减少也可以被解释为股票市场 20 世纪 90 年代早期强烈扩张的逆转。 309

银行业部门

图 8—2 显示了银行的金融资产作为 GDP 一部分的演变。它显示了

从 1977 年开始的增长趋势，其中 20 世纪 80 年代中期出现向下方向的调整。直到 1997 年，银行业部门的金融资产占 GDP 的 55.1%，高于全球平均水平（52.6%），是拉丁美洲（平均 27.9%）的最高水平。

为了检验银行业部门的行为，我们考虑商业银行扩展的私人贷款行为相对于 GDP 的情况。如同图 8—3 所示，银行业部门行为的演进与其规模的演进十分类似，从 1974 年到 1982 年持续增长，1982 年到 1988 年有所逆转，1991 年出现新的增长。有一点我们需要注意，20 世纪 80 年代的逆转反映了不持续的信贷繁荣很大程度上的调整，这一点格林查斯、兰德里奇和瓦尔德斯（1998）已经有所描述。这改变了我们对以下
310 事实的理解，即这些指示器中的一些改变，特别是短暂的改变，并不总是反映金融发展（或者衰退）。

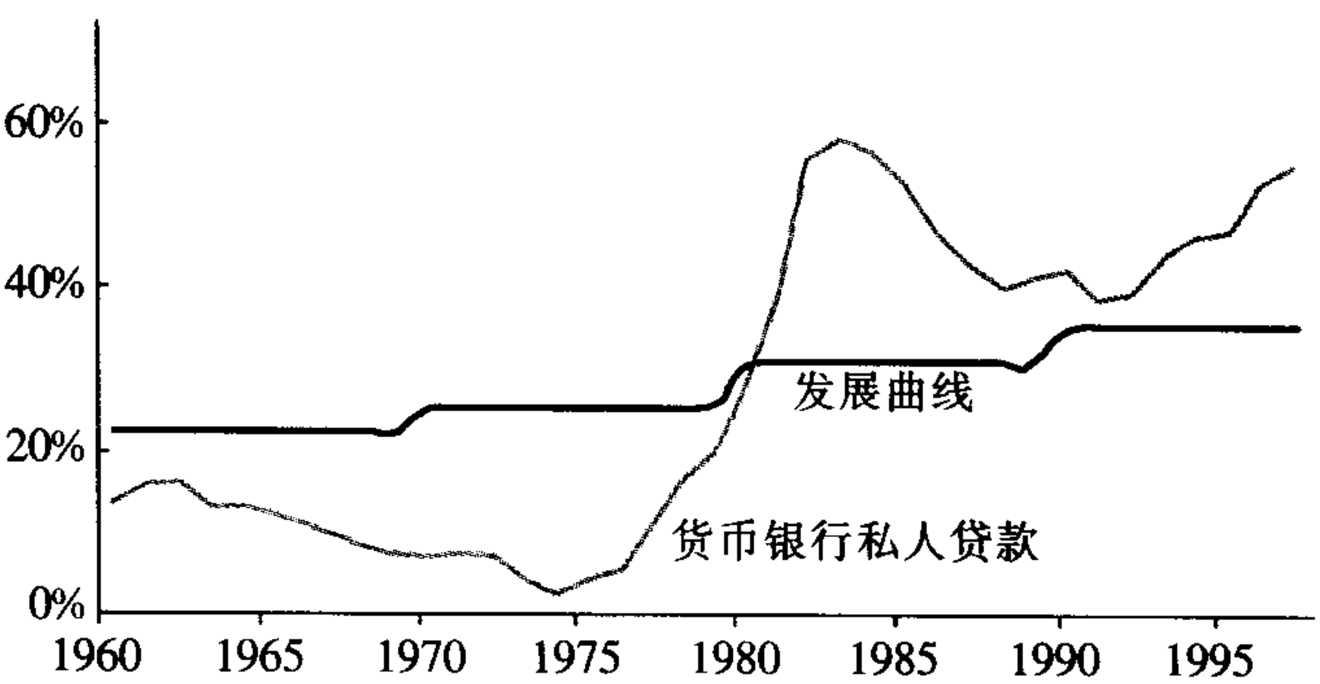


图 8—3　银行活动

资料来源：第二章和智利中央银行。

20 世纪 80 年代，新的管制框架产生，20 世纪 90 年代银行业行为经历了适度且稳定的增长，这种增长伴随着其他金融部门的快速增长，主要是股票和债券市场。

图 8—3 还比较了智利和世界的银行业部门行为。德米尔古克-肯特和莱文（第三章）提供的发展线对应了世界平均的银行业行为。根据他们的标准，如果一国的银行业行为高于发展曲线，该国家和地区的银行业部门可被视为发达。[8]在智利，直到 20 世纪 80 年代早期，银行业部门一直被视为高度不发达；然后它获得了发达地位，这个地位在以后的时期一直保持，甚至在 20 世纪 80 年代的银行业危机期间。

为了评估银行业部门的效率，我们分析了管理成本和部门的总利润

的演变。我们拥有 1976—1982 年间和 1990—1997 年间的数据（来自第二章）。20 世纪 70 年代后期，银行业部门的管理费用和总利润都显著下降，此时处于自由化进程的开始阶段。20 世纪 90 年代，两个指标都相对稳定。这并不意味着部门的效率在此期间停滞不前。根据巴希和富恩茨（Basch and Fuentes，1998），这种稳定性与银行在提供融资渠道 311 方面面临的竞争程度加剧有关，竞争的加剧导致他们关注于可选择的市场，例如个人银行业或中小企业，这与更高的成本相关。

为了补充前面的分析（并且填补 20 世纪 80 年代的空白），我们也研究了银行业贷款和借款运营的短期（小于 1 年）扩张。如图 8—4 所示，在管理费用和总利润方面，银行业扩张行为在 20 世纪 70 年代和 90 年代很类似。我们必须小心对待 20 世纪 80 年代早期和中期银行业扩展提供的信息。特别是，1984 年银行业扩展出现的急剧下滑显示的不是效率的动态（和短期）改进，而是显示了控制政策和暗中利率补贴的效果。

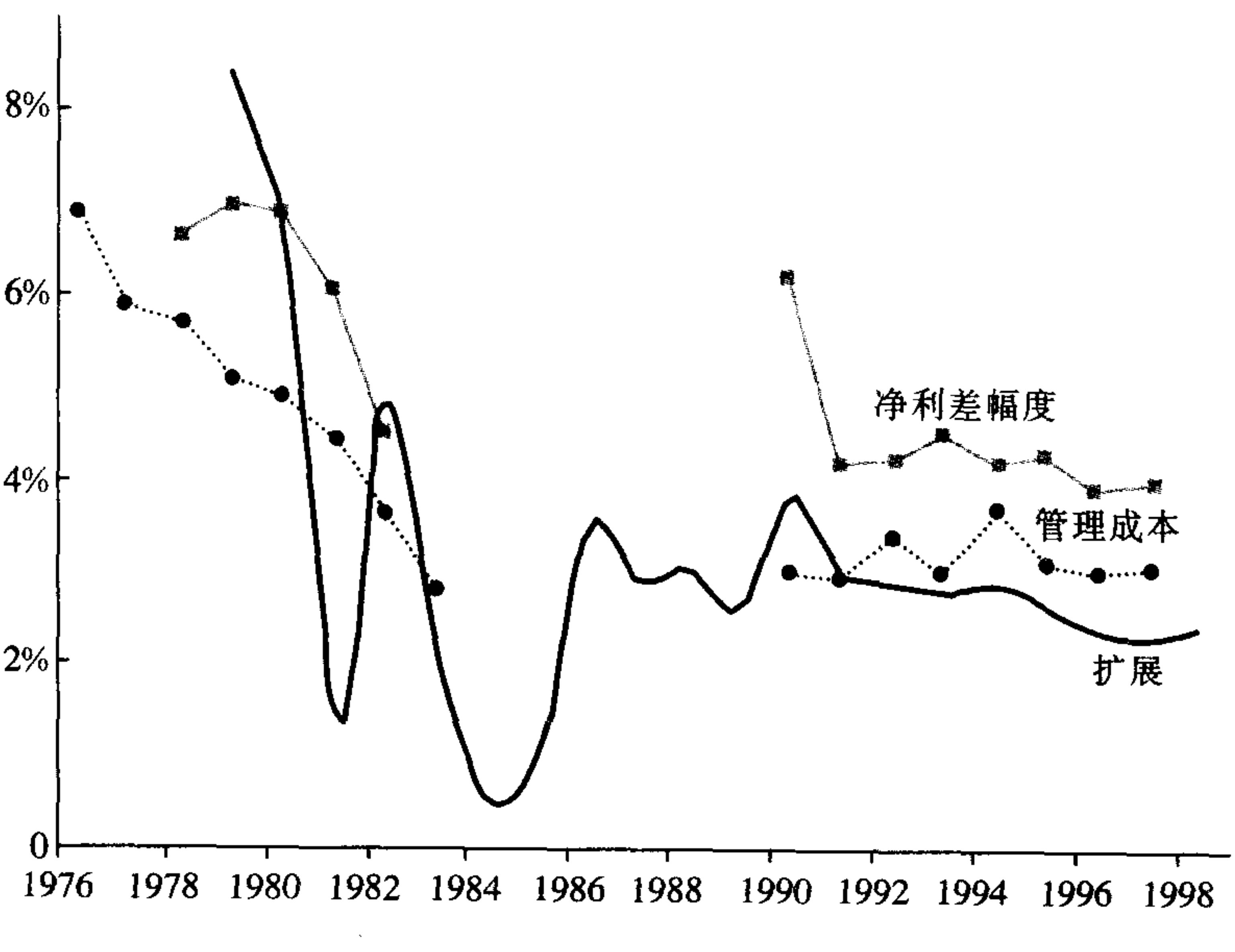


图 8—4 银行效率

资料来源：第二章和考德拉和瓦尔德斯-普瑞托（1992）。

股票市场

按惯例，我们利用股票资本的市场总值相对于 GDP 来评估股票市场的规模。图 8—2 显示，20 世纪 70 年代和 80 年代股票市场逐渐增 312

长，并在最近十年经历了快速扩张，1995 年达到了 GDP 的 105%。只有在 20 世纪 90 年代，智利的股票市场规模才高于世界平均水平（20 世纪 70 年代是 18.5%，80 年代是 28.4%，90 年代是 38.2%）。图 8—5显示了 1960—1997 年间初级股票发行相对于 GDP 的情况。1974 年以前，初级股票市场基本上并不存在。从 20 世纪 70 年代中期开始，对股票市场增长程度的度量值显示了上升趋势，并且有零星的大规模扩张，这与国有企业的私有化进程非常一致。

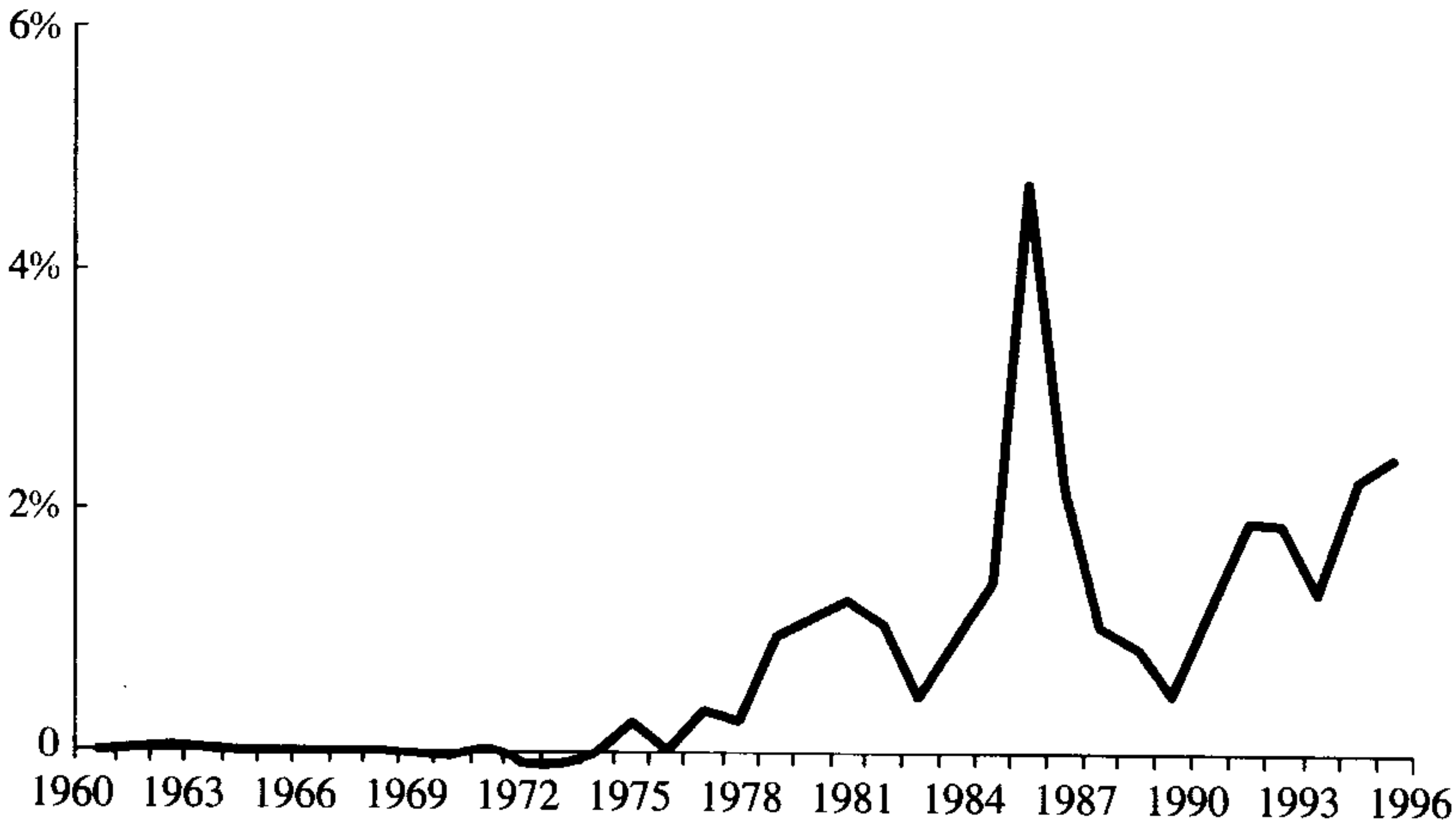


图 8—5　初级股票发行/GDP

资料来源：瓦兰祖拉（1984）和圣地亚哥贸易交易所（各种发行）。

股票资本的市场总值的显著扩张值得进一步关注。对股票资本的市场总值的常规度量结合了股票价格变动和股票数量的改变。因为价格和数量都增长意味着股票市场更大的深度，那么，这种扩张是否十分正确地反映了对与股票数量相关的企业和上市企业投资资金更充分的供给就值得讨论了。在图 8—6，我们提供了一个股票市场数量指标，它是将股票市场总支出除以它的对应价格指标得到的。这个数量指标显示了上升趋势，然而，比 GDP 增长率低。从此分析中得到的结论是，自从 20 世纪 80 年代中期以来，股票资本的市场总值强烈的扩张大都是受到价
313 格因素的驱动。事实上，股票数量行为可能提出了这样的问题，即股票资本的市场总值的增长能够被视为金融中介通过股票市场获得的发展。然而，从股票价格上涨激励企业通过公开股票发行来扩充资本上讲，对股票资本的市场总值的常规度量仍然是相关的。

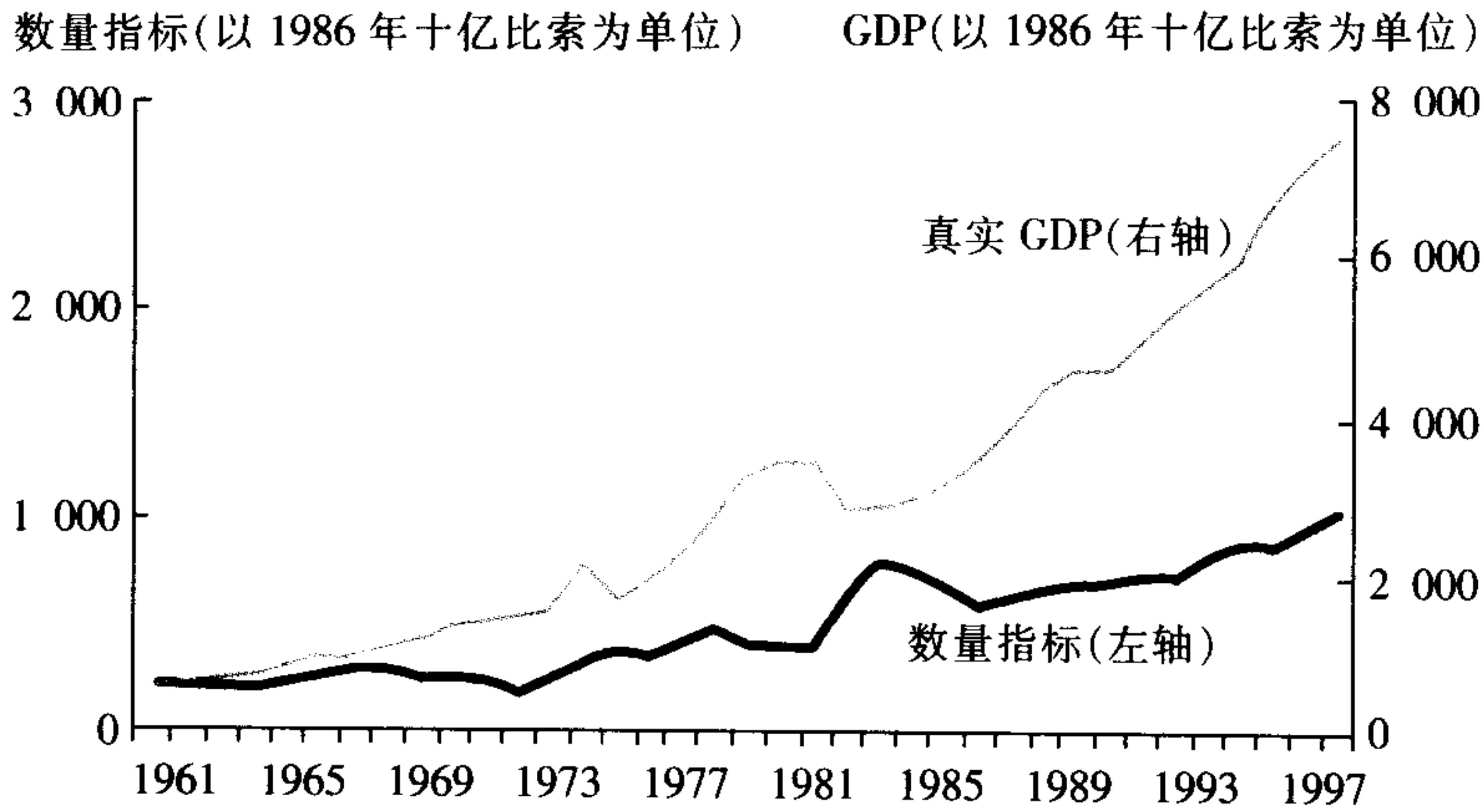


图 8—6 股票市场数量指数和 GDP

资料来源：官方统计。

为了度量股票市场行为，德米米古克-肯特和莱文（第三章）提出利用股票交易值比 GDP。图 8—7 显示了此变量在智利的演变。它显示了 20 世纪 70 年代的逐渐增长和 1985 年以后的快速增长，这使得 1995 年股票市场活跃性达到了顶点，为 GDP 的 17%。尽管有这些增长，根据关于银行业部分的标准描述，智利的股票市场仍被划分为不发达的。（图 8—7 的发展曲线显示了世界平均水平，若高出该线，一国股票市场就被划分为发达水平。）

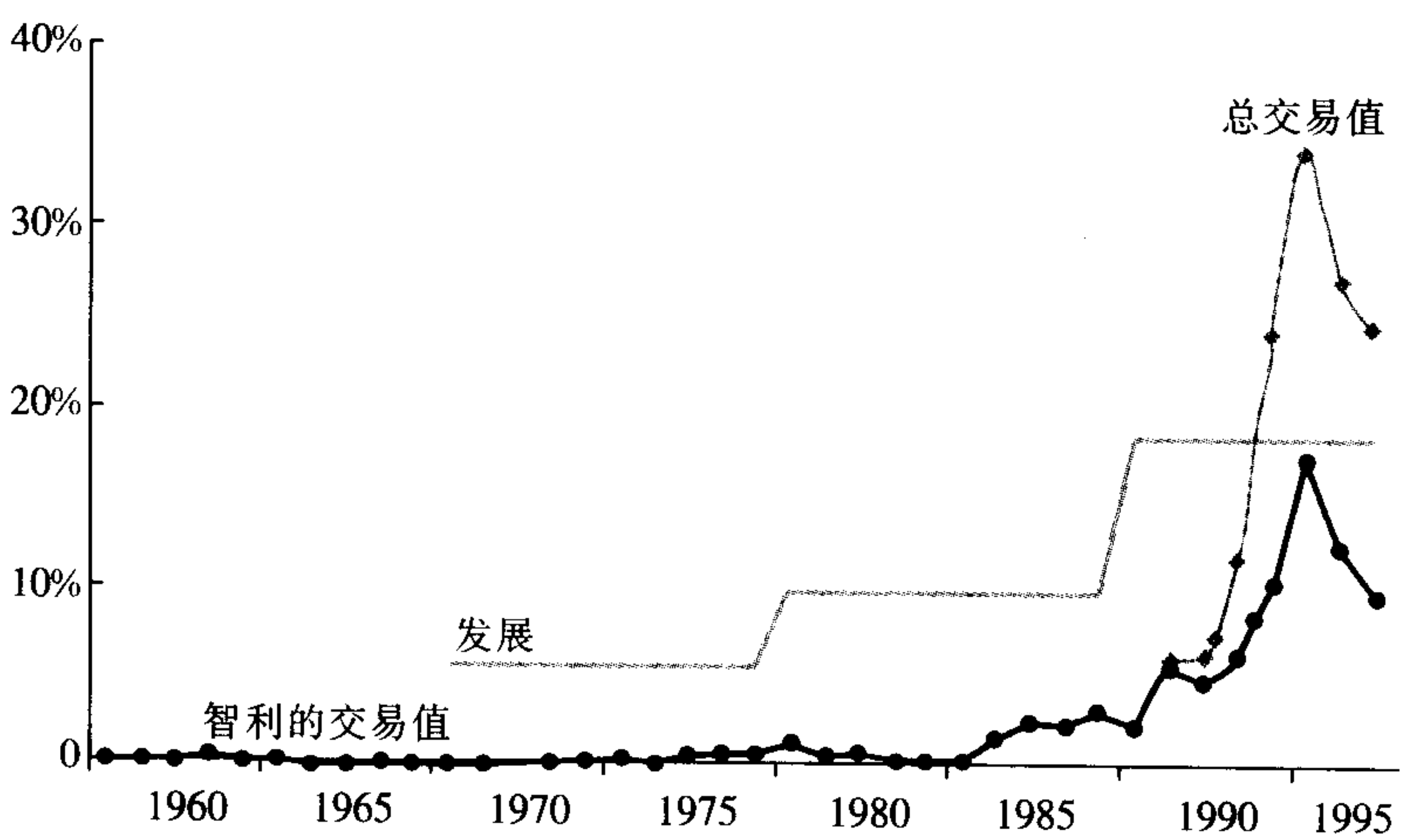


图 8—7 股票市场活动

资料来源：瓦兰祖拉（1984）和第二章。

然而，如同关于金融政策部分所解释的那样，从 20 世纪 90 年代开始，具有良好负债比率的企业能够在国外发行股票。这意味着，对于这组企业，相关的股票市场不仅仅是智利的股票市场，还有其他发达国家和地区的股票市场，特别是美国。因此，图 8—7 也显示了总交易值，它是智利和外国股票市场交易值的总和。有趣的是，如果将智利股票在
314 美国股票市场的行为也包括进来，智利股票交易值翻了一倍（20 世纪 90 年代从 GDP 的 8.5%到 17.1%）。然而，如果包括在外国发行股票在内的大额交易成本，中介和小企业实际上被限制在仍然相对缺乏流动资金的智利股票市场（Caballero，1999）。

德米尔古克-肯特和莱文（第三章）认为，股票市场交易值占 GDP 的比例和换手率都提供了关于股票市场效率如何的信息。然而，这两个指标并不完整，我们采用直接度量参与股票市场的交易成本的度量值来完善它们。[9]

图 8—8 显示，将换手率视为效率的度量值，20 世纪 90 年代的股票市场效率显著上升，特别是在 1992 年智利股票开始离岸交易以后。我们注意到，第一个自由化阶段（1974—1981 年），换手率并没有高于它的历史平均水平，即使股票市场规模在该时期有了显著扩大。图8—8 显示了包括海外交易的智利股票的换手率。在交易值比 GDP 方面，智利股票市场的换手率也是圣地亚哥股票交易所的两倍。尽管如此，20 世纪 90 年代智利的换手率依然低于世界平均水平。

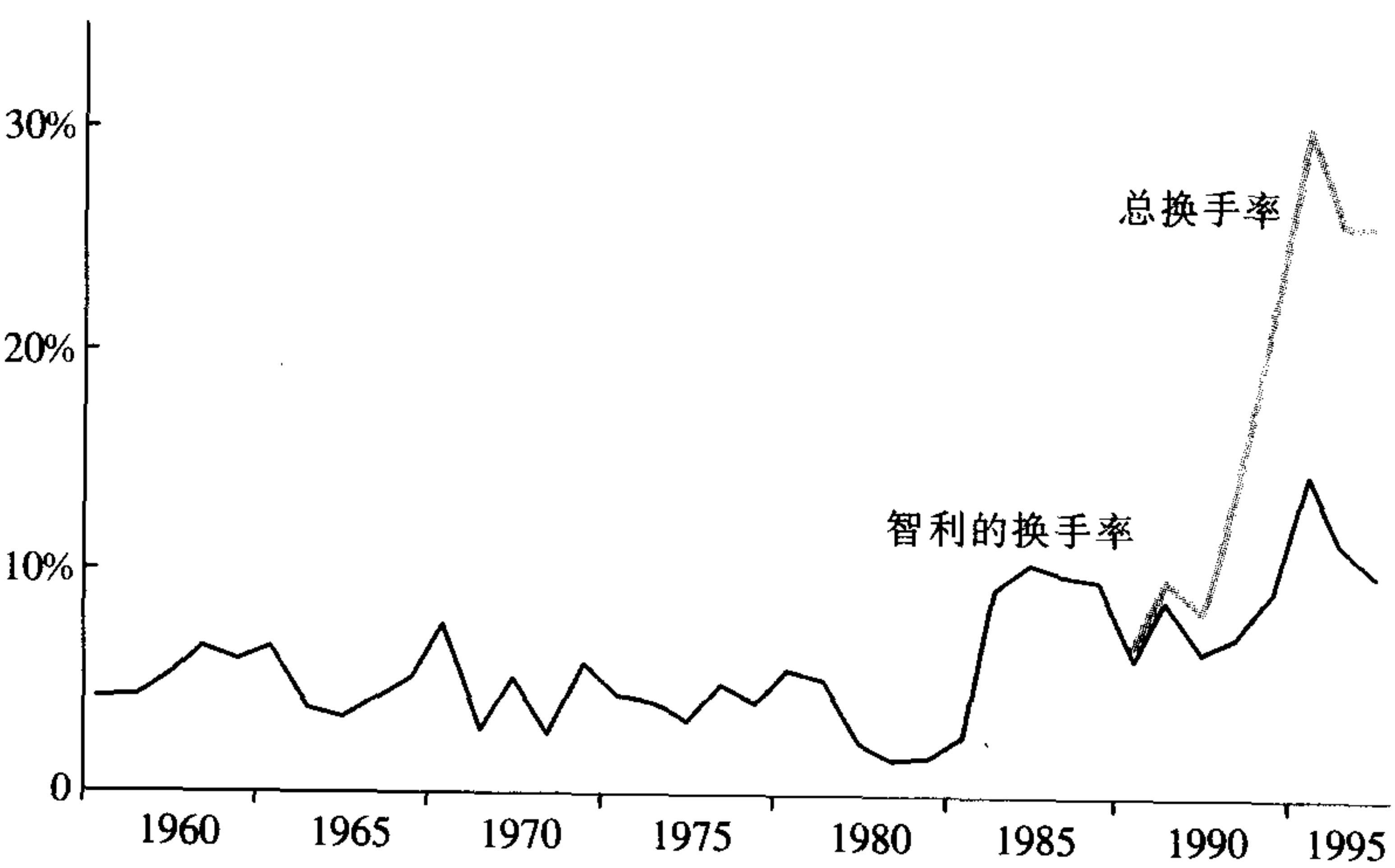


图 8—8 股票市场效率 I：换手率

资料来源：瓦兰祖拉（1984）和第二章。

因为换手率所提供的关于效率的信息不完全，我们提供了一个基于参与股票市场成本的补充量值。它由股票经纪人总利润超过资产的比率来表示。因为股票经纪人关注的大都是日交易量，这个度量值表示了股票市场交易成本。根据这个度量值，图 8—9 也显示，最近十年股票效率有所提高。 315

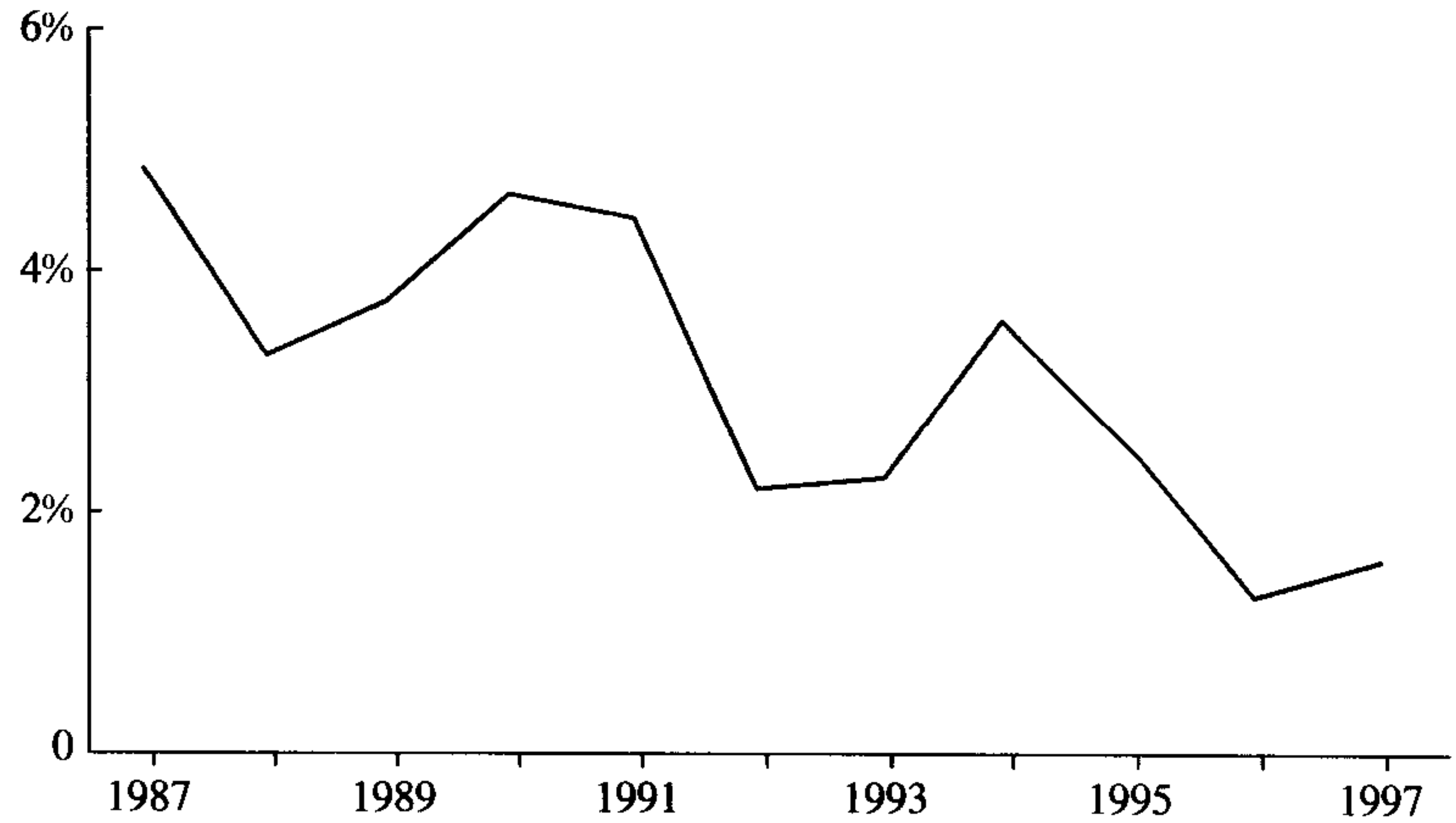


图 8—9 股票市场效率Ⅱ：股票经纪人效率

资料来源：证券稳定监管局（各种发行）。

其他资本市场

在智利运行的其他金融部门中，我们采用（1）养老基金管理公司(PFMCs)，（2）保险公司，（3）共同基金，（4）金融社团，（5）公共和私人债券市场。我们区分了这些部门演进的主要特征，强调其规模和行为。

养老基金

如同 8.2.1 部分所提及的，1981 年养老金系统转变为一个完全个人资本账户，由养老基金管理公司管理。基金管理人将养老金储蓄投资于一系列工具，从国内政府债券到外国债券。这些经济人已经形成了一个逐渐增加的融资来源，这对其他金融部门的发展和行为产生了强烈的积极影响。

图 8—10 显示了基金管理公司的养老金资产与其组成的演进。养老基金的资产从最初开始增长，在 1993—1998 年间超过了 GDP 的 40%。通过工具考察基金的组成，政府债券平均占 GDP 的 9%，相当于政府债务总额的 40%。养老基金采用的其他重要的投资工具是抵押债券 316

（GDP 的 4%或抵押债券总额的 60%）、企业债券（GDP 的 1.4%或企业债券总额的 50%）和股票（平均 GDP 的 6%或股票总量的 10%）。

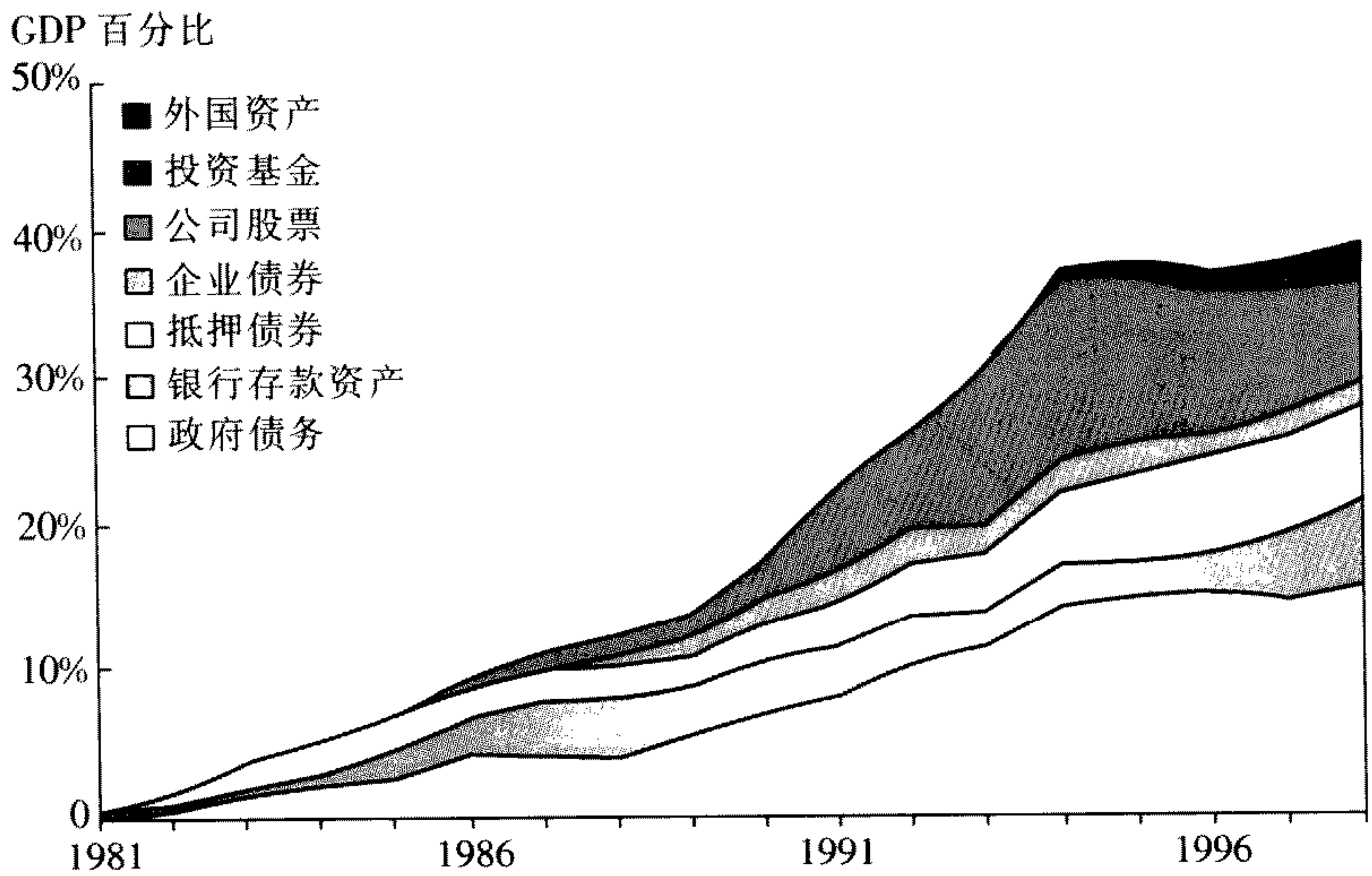


图 8—10　养老金发展

资料来源：施米特-赫布尔（1999）。

有趣的是，人寿保险市场从私人养老基金的发展中受益匪浅。这是因为养老基金管理人必须出于其客户的利益考虑而购买人寿保险。1988—1997 年间，养老基金管理公司对保险公司的支付平均占 GDP 的 0.24%，这份收入占保险公司资产的 10%。

考虑养老基金的效率，它们的平均回报率很高，1981 年以来平均为 11%。然而，与国际标准相比，养老基金管理公司的运营成本也很高，这可能会影响它们的效率。

317 **债券市场**

智利最活跃的债券市场是政府债券（大都有中央银行发行）、抵押债券和企业债券。图 8—11 显示了各金融工具 1980 年以来的演进过程。可以看到，政府债券在 20 世纪 90 年代早期出现了巨大的跳跃，部分原因是因为严禁大额外国资本流入的政策。1980 年以来，抵押债券有了重要发展，从前 20 年平均占 GDP 的 1.4%到 1981—1997 年间的大约占 GDP 的 6.7%（1997 年达到 GDP 的 11%）。企业债券在 1975 年首次发行，在 20 世纪 80 年代后期以前一直增长缓慢，到 20 世纪 90 年代

才有了显著增长。因此，企业债券资本从 1975—1980 年间占 GDP 的 0.2%，增至 1981—1997 年间平均占 GDP 的 2.5%。最后，作为谨慎的提醒，我们必须提到，巨大的政府债券部门与私人企业的债券市场的神话或者更活跃并不必然相关。

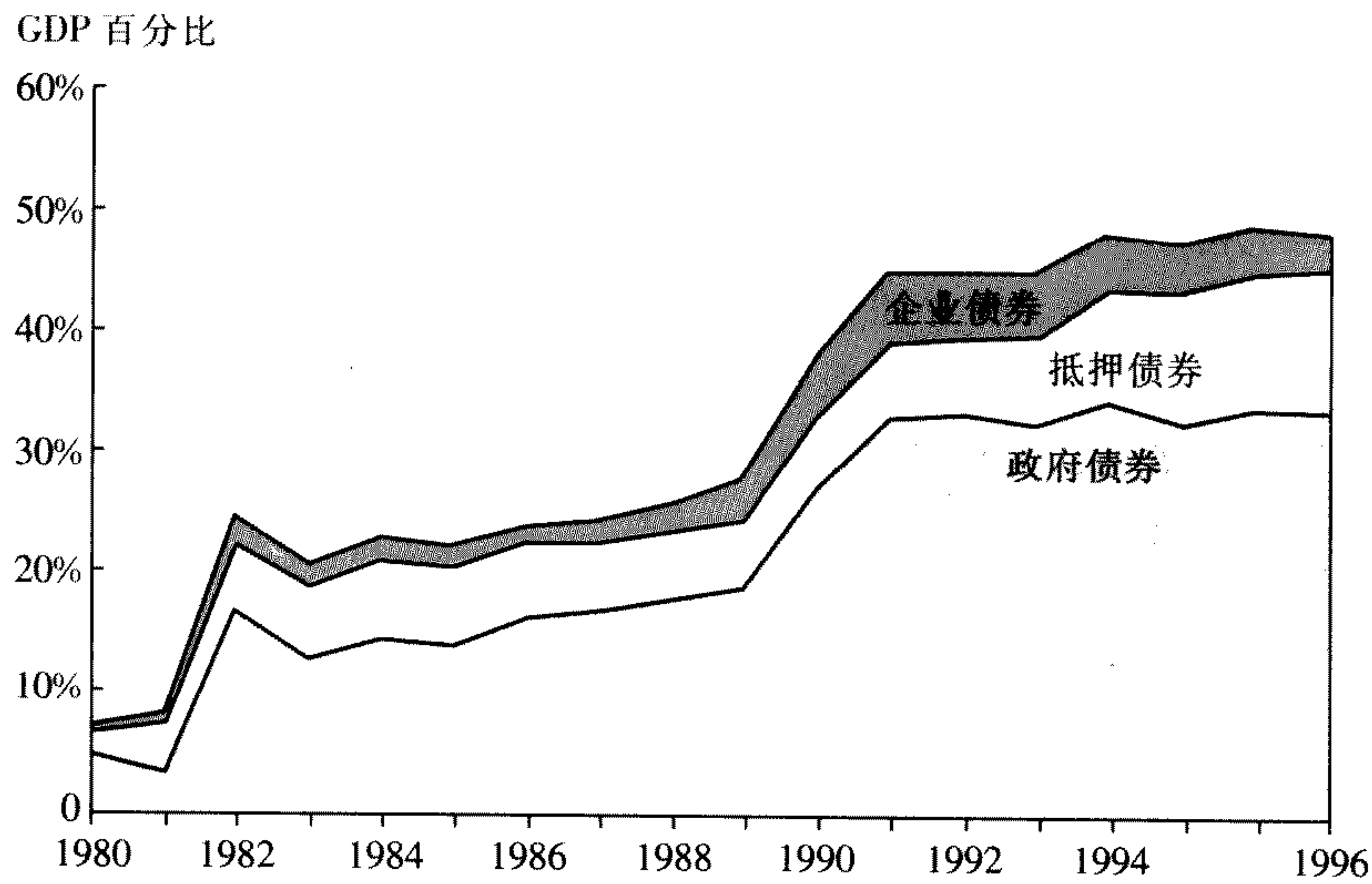


图 8—11　债券市场资本

资料来源：Superintendencia de Valoresy Seguros（各种发行），艾扎圭尔和莱弗特（1999），和 CB Capitales.

保险公司、共有基金和金融社团

保险公司资产从 20 世纪 70 年代后期占 GDP 的 0.7%（Jeftanovic，1979）增至 1997 年的 11%。这种资产增长是由保险的渗透和密度的增 318 长引起的。共有基金从 20 世纪 90 年代早期以来有了显著发展，在 1997 年达到了 GDP 的 6%。最后，金融社团在自由化时期的早期（1981 年以前）很繁荣，但在银行业危机中遇到了严重问题。它们在 20 世纪 90 年代都适度增长，但资产水平仍超过了 GDP 的 2%。[10]

8.2.3　金融结构：银行导向型或者市场导向型？

现在我们研究治理经济是否基于银行或者市场。为了分析这一点，我们采用了德米尔古克-肯特和莱文（第三章）开发的方法和指标。也就是说，我们研究银行业部门相对于股票和其他资本市场的规模、活动

和效率的演进。我们应该注意到，我们考虑的金融指标会在每年（或者更高）的频率中遭遇高的挥发性。当我们将它们中的两个或者更多结合在一起时，情况会更加恶化。因为我们对长期趋势感兴趣，所以我们采用的金融结构比率已经经过二阶多项式平滑。

319 **相对规模**

在度量金融系统不同部门的相对规模方面，图 8—12 显示了两个度量值。第一个度量值比较银行和股票市场，第二个度量值比较银行和其他金融机构——即金融社团、养老基金管理公司、公有基金和保险公司。从图中可以得到的结论是，自由化进程已经与经济的金融结构转变普遍相关，在某种程度上，股票和其他资本市场与银行业部门相比获得了更重要的地位。这种趋势从 20 世纪 70 年代中期开始，并在 80 年代后期和 90 年代加速。

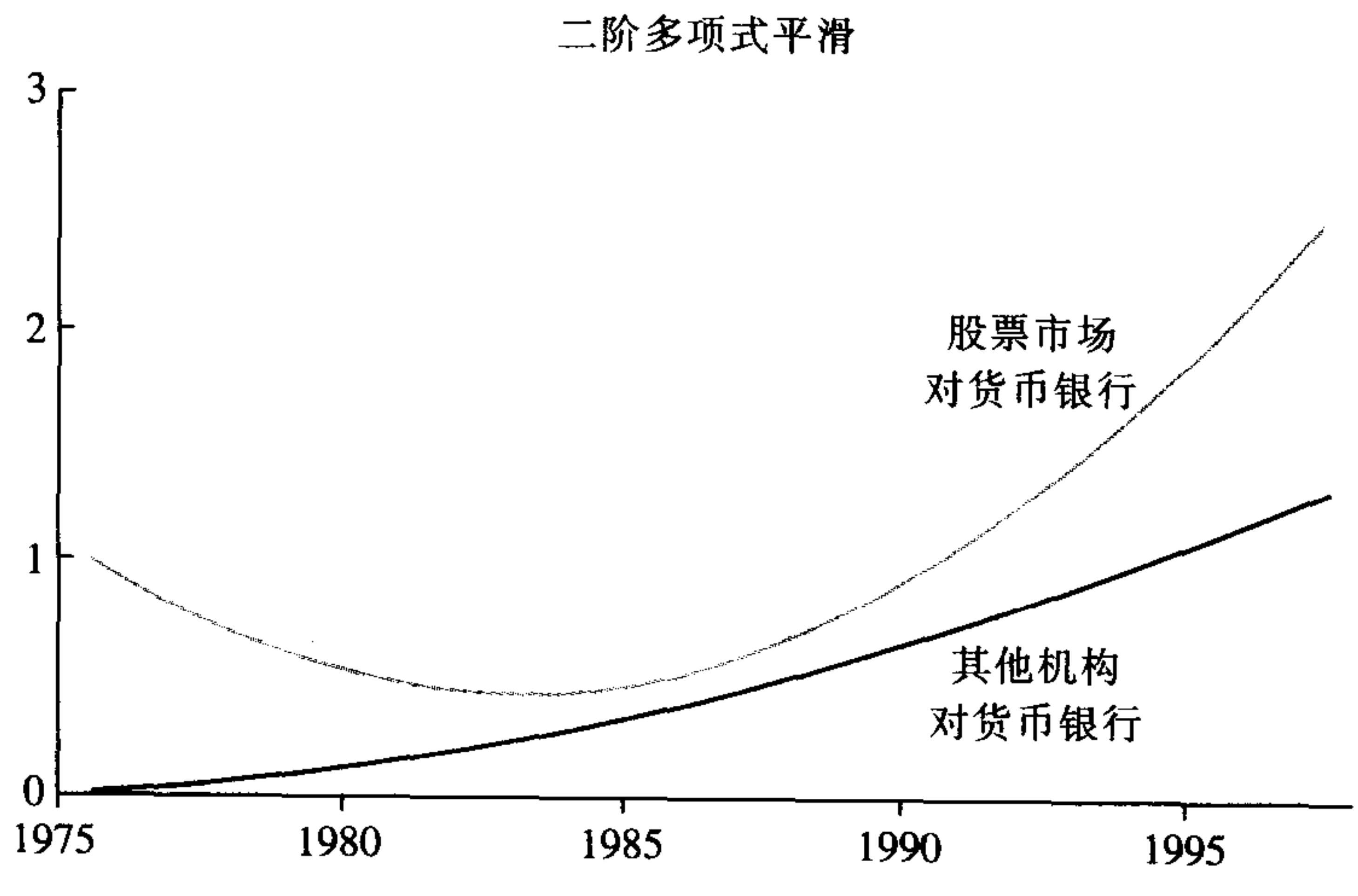


图 8—12　金融结构：规模

相对活跃性

如图 8—13 所示，与银行业部门行为相比，股票和其他资本市场的行为在 20 世纪 70 年代早期开始有了增长趋势，这与它们的相对规模趋势类似。这些趋势可能是最初制度调整的结果，最初非银行业部门相对于智利经济发展水平而言太小。从这个意义上，治理金融结构的改变与股票调整进程类似：经济积累了金融制度的相对缺乏。因此，非银行业机构在未来相对重要的增长趋势似乎会逐渐变小。

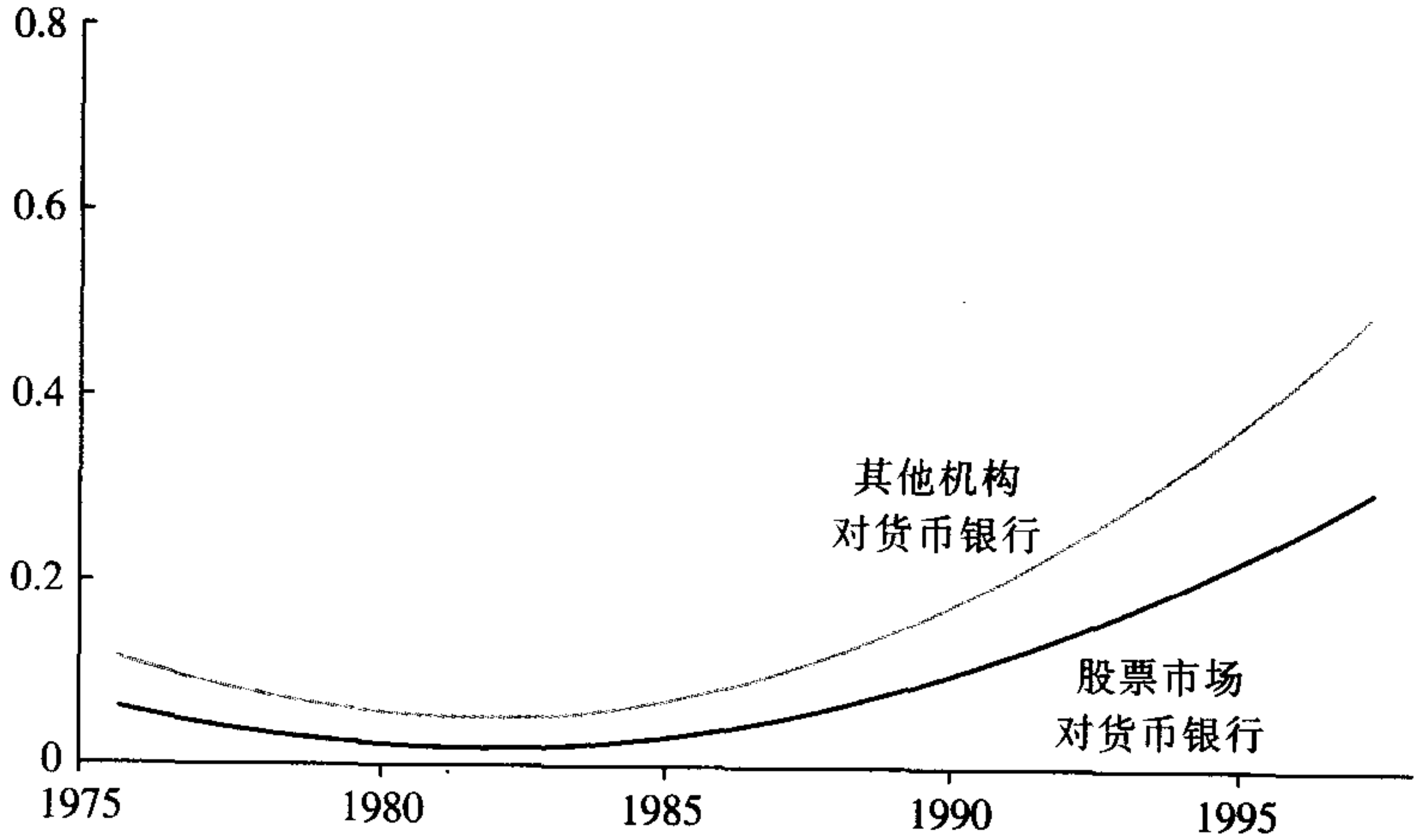


图 8—13　金融结构：活动

相对效率

最后，我们检验两个可选择的指标用以研究股票市场相对于银行业部门的效率。第一个指标是德米尔古克-肯特和莱文（第三章）提出的，比较股票市场换手率和银行业部门借款和贷款运营的推广。第二个指标是银行业推广占股票经纪人资本回报的比率。两个指标都增长意味着股票市场相对于银行业效率的提高。图 8—14 显示了这些指标的演 320

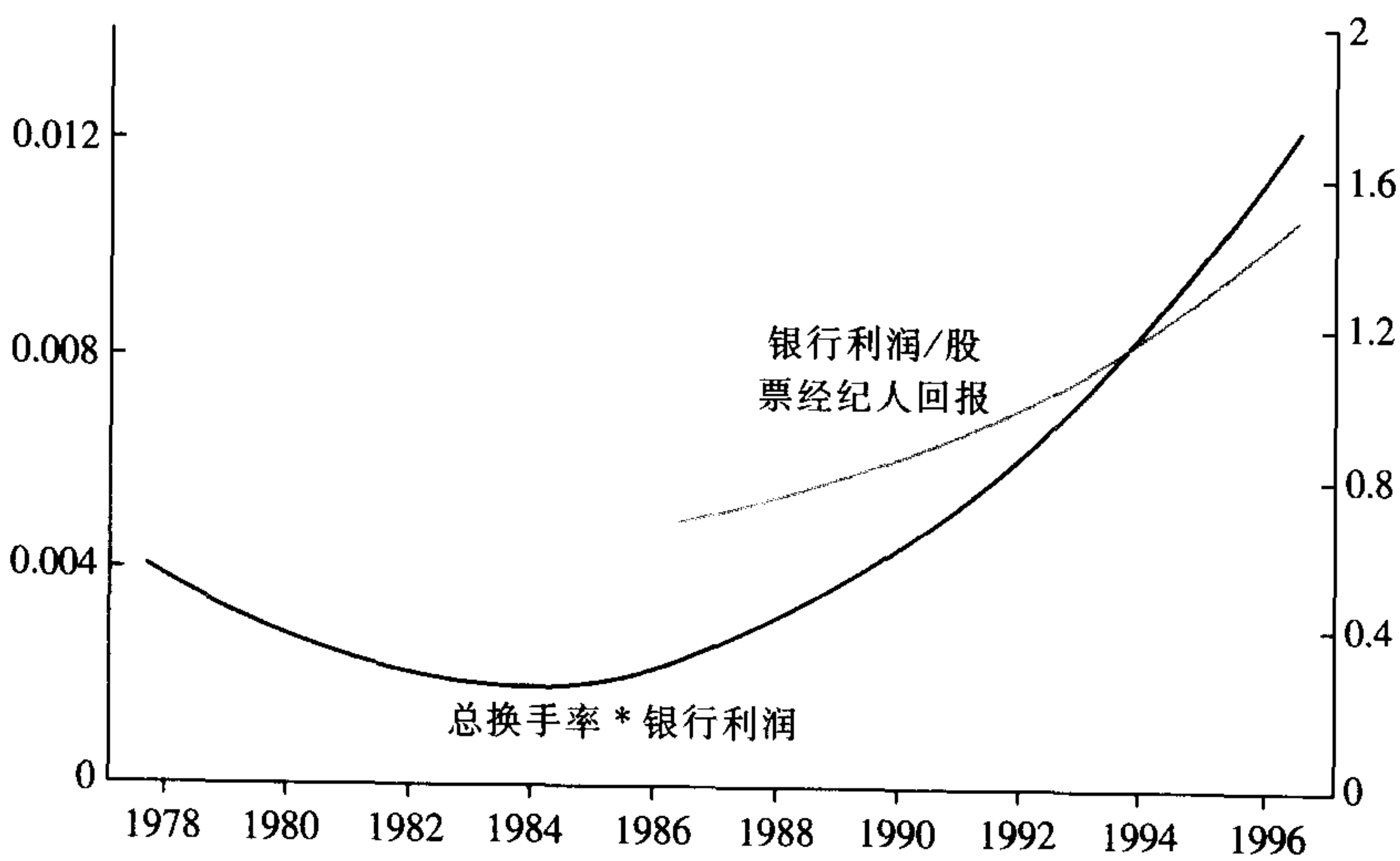


图 8—14　金融结构：效率

进。两个指标的演进情况非常类似，显示了20世纪80年代中期以来，与银行业部门相比，股票市场在效率方面有所提高。这个结论确认了非银行部门相对重要性的提高，这与我们采用规模和活跃性作为比较标准时的结论一致。

8.3 微观经济证据

在这一部分，我们研究一组智利企业样本的金融市场进入、资产负债表组成和增长绩效。这里的经验研究强调的是，在宏观经济层次上的金融发展如何影响企业的绩效和融资结构。

样本和数据

321 我们的样本由79个企业组成，这些企业都是公众公司，并且1985—1995年的资产负债表数据都可以获得并且完整。我们关注1985—1995年这一时期，因为，首先，它和智利第二次金融自由化浪潮前后相对应；其次，这一时期股票市场显著扩张；再次，这一时期的数据亦可获得。表8—1显示了对下面将要检验的四个因变量的描述统计。这对于整个时期以及1986—1990年和1991—1995年的子时期都适合。如同在宏观发展部分所讨论的那样，后一时期的特征是国内金融市场进一步自由化和对国际资本市场的开放。

表8—1 **描述统计**

变量	样本	均值	标准差	最小值	最大值
投资/资本存量	样本总体	0.133	0.231	−0.888	2.297
	1986—1990	0.140	0.239	−0.718	2.297
	1991—1995	0.126	0.222	−0.888	2.012
	AFP分级	0.148	0.212	−0.616	2.297
总负债/总权益	样本总体	0.576	1.170	0.000	17.851
	1986—1990	0.720	1.564	0.000	17.851
	1991—1995	0.433	0.505	0.000	3.905
长期/短期负债	样本总体	1.480	4.228	0.000	65.037
	1986—1990	1.778	5.636	0.000	65.037
	1991—1995	1.151	1.927	0.000	21.686
销售增长	样本总体	0.054	0.371	−2.693	4.749
	1986—1990	0.09	0.406	−2.652	4.749
	1991—1995	0.018	0.329	−2.693	1.592

资产负债表数据来自 FECU，这是企业必须向相应的政府监管委员会提交的报告。FECU 包括了 1985—1995 年间企业可比的资产负债表数据。市价来自 RCBS，这是圣地亚哥股票交易所的年报。最后，宏观金融数据来自第二章，并扩充了 8.2 部分引用的智利国家和地区原始资料。关于数据来源更多的细节和定义参见附录 8.1。

计量经济学方法

本章研究和估计的所有关系由大多数内生相关变量联合刻画。即，322
模型中大多数解释变量同时由因变量决定或者与之具有二向因果关系。因此，例如，在我们的投资回归中，投资和现金流似乎同时被决定，或者投资反作用于企业的 Q 值。解释变量的联合内生要求一个工具变量程序具有利率系数的连续估计。利用我们的数据库结构，将解释变量的滞后观测值作为工具变量，我们进行了一个 GMM 估计。在下列情况下存在合适的工具。第一，误差项必须序列不相关，或者至少经过有限阶的移动平均。第二，因变量的进一步创新必须不影响解释变量的现行值，虽然它们可以受到因变量当前和过去的实现的影响（这意味着它们是联合内生量）。

这些假设的效度可以经过统计检验。为此我们采用两种规范检验。323
第一种是过度识别限制的 Sargan 检验①，它通过将矩条件与样本相似处做对比来检验总体效度。第二种检验是回归残差序列相关的检验。不存在序列相关意味着所有解释变量的滞后值能被作为工具使用。一个既定次序的序列相关意味着残差遵从同一次序的移动平均，这反过来意味着，只有观察值比此次序更滞后才是合适的工具。

在估计过程中我们必须注意的第二个地方是无法观察到的特定企业的潜在影响的存在。假定特定企业的影响可能与解释变量相关，忽视了它们就可能产生矛盾的估计。回归模型中无法观察到的特定企业影响的存在，意味着残差的连续序列相关。当我们发现在标准回归中这种类型的规范错误，我们通过下面由阿雷拉诺和邦德（Arellano and Bond，1991）和阿雷拉诺和博韦（Arellano and Bover，1995）开发的程序来控制无法观察到的特定企业影响。这个程序由结合在一个系统中的以标

① Sargan 检验是对动态（即时间）综列数据的测量误差的严重程度进行检验的一种统计方法。——译者注

准方式表达的回归和以一阶差分方式表达的回归组成，它们都被恰当地工具化。回归工具的不同（它不再包含特定企业影响）是解释变量的滞后水平。对于标准回归，工具是解释变量的滞后区别。假定解释变量和企业特定影响之间存在相关性，在此假定基础上，工具通常是常数。这一过程被称之为 GMM 系统估计量（此方法的细节，见莱文、罗扎和贝克（2000）；对于企业投资回归应用的研究，见 Mairesse，Hall and Mulkay，1999）。

对系统估计量的规范检验与上面介绍的类似。第一种是 Sargan 的过度识别约束检验，第二种是回归残差序列相关的检验。因为这种情况下残差检验是不同回归的残差，一阶序列相关由结构决定，因此，只有二阶以及高阶序列相关是非规范的信号。

8.3.1 企业投资和融资约束

324 我们研究的第一个问题涉及企业因为投资目的而进入金融市场的途径。特别是，我们希望检验，20 世纪 90 年代，作为金融发展的结果，企业对内部资源的依赖是否更少，资产负债表组成是否更加与它们的托宾的 Q 值相对应。

我们估计的基本回归模型如下：

$$\mathrm{Inv}_{i,t}=\beta_0+\beta_1 q_{i,t}+\beta_2 Cash_{i,t-1}+\beta_3 D/K_{i,t}+\varepsilon_{i,t} \qquad (8.1)$$

其中，Inv_t 是每年投资流量除以年初资本存量的比率；q_t 是企业年初的市场价值除以重置价值；$Cash_{t-1}$是前一年的现金流除以年初资本存量的比率；D/K_t 是总负债除以年初资本存量，ε_t 是残差，写在下方的 i 是企业的序号。企业 Q 值的度量按照杠杆水平和调节成本现值的税收效应进行调整。[11]所有的变量都能够被现在和过去实现的残差更正，但不能被它未来实现的残差更正，从这个意义上说，它们都作为弱外生变量。我们忽视不可观察的特定企业影响，因为，如同我们下面讨论的，在水平回归上，不存在连续的残差序列相关。

根据投资的 q 理论，在不存在金融限制和公司代理问题的时候，企业的投资只取决于企业相对于其重置价值的价值（按资本调节成本的税收影响调整）。[12]然而，在企业面临外部融资约束的时候，其投资取决于它的内部资源，也就是，现金留存收益。而且，处于不完美金融市场

中，即使控制了托宾的 q 值，企业的杠杆程度（此处指其负债—资本比率）仍可能会阻碍外部融资的供应。因此，我们考虑一家企业面临运行更良好的金融系统时，首先，它的投资会做出更大的反应来改变 q；其次，投资受企业的现金流影响较小；再次，投资受企业的债务结构的负面影响较小，这里企业的债务结构表现为负债—资本比率。

经验实证的第一步是比较样本中所有企业和预期更容易进入金融市 325
场的两组企业。首先，允许私人退休基金管理公司投资（简称 PFMC 投资等级）于其股份的企业组，其次，联合企业成员的企业组（Medina and Valdés，1998）。我们通过将应用于三个收益变量的虚拟值相乘来比较不同样本组的系数。估计结果见表 8—2。第一列估计了样本中的所有企业。第二列比较了 PFMC—等级企业和其他企业，第三列比较了属于联合企业成员的企业和其他企业。我们关注水平回归中的 GMM 估计值，因为它控制了解释变量的联合内生，并受到 Sargan 和序列相关规范检验的支持。[13]

表 8—2　　企业投资和融资约束：受企业类型的影响
（t 统计显示在其相应的系数下）

估计技术 工具	所有企业 GMM 层次 级别 (1)	所有比 PFMC GMM 层次 级别 (2)	所有比联合 GMM 层次 级别 (3)
常数	0.071 291	0.080 757	0.081 635
	6.777 601	10.899 700	11.955 756
q	−0.000 359	−0.013 630	0.009 672
	−0.034 648	−2.506 736	1.364 845
q×PFMC 级别		0.088 146	
		8.089 278	
q×联合企业成员			0.009 672
			1.364 845
最初现金流/资本存量	0.368 475	0.423 410	0.373 514
	10.344 349	27.603 268	14.504 739
最初现金流/资本存量×PFMC 级别		−0.214 116	
		−8.792 866	
最初现金流/资本存量×联合企业成员			−0.070 924
			−1.465 789

续前表

估计技术 工具	所有企业 GMM 层次 级别 (1)	所有比 PFMC GMM 层次 级别 (2)	所有比联合 GMM 层次 级别 (3)
最初负债/资本存量	−0.024 829	−0.038 331	−0.046 514
	−2.550 134	−7.674 725	−6.282 047
最初负债/资本存量×PFMC 级别		0.008 855	
		0.981 647	
最初负债/资本存量×联合企业成员			0.038 950
			2.713 593
企业数量	79	79	79
观察值数量	790	790	790
确定性检验（p 值）			
(a) Sargan 检验	0.419	0.488	0.200
(b) 序列相关			
一阶	0.001	0.000	0.001
二阶	0.756	0.869	0.775
三阶	0.842	0.815	0.794

注：因变量：投资/资本存量。

对于样本中所有企业的估计结论显示，投资并不显著依赖于企业的 q 值，但受到企业的现金流的正面影响，受到其债务水平的负面影响。根据对上面提供的投资理论的解释，我们可以下结论说，整个样本中的企业都面临重要的外部融资约束。然而，这个结论并不适应所有的企业。事实上，所有企业和 PFMC—等级企业之间的比较显示，对后一种类型的投资对 q 值的反应更显著，受现金流的影响更小。然而，投资对负债—资本比率的反应方面并没有显著不同。如果 PFMC—等级企业通常比较大、更良好，并且能够从它们的投资—等级鉴定中获得信号显示，那么关于 q 值和现金流的结论就在预料之中。因此，与企业的平均情况相比，它们更倾向于面对一个更加能接纳的金融环境。关于联合企业成员的比较显示，与其他企业相比，它们的投资显著较少依赖于它们的负债—资本比率。从关于 q 和现金流的虚拟值的乘积上判断，联合企业成员对企业的 q 值的反应更强烈，并较少受到内部资源的约束，虽然

这些结论在统计上并不显著。

经验实证的第二步是投资回归模型，这个模型由 20 世纪 90 年代的响应系数和 20 世纪 80 年代的响应系数对比组成。这是这一章的中心，因为 20 世纪 90 年代金融发展显著高于其他任何时期（见图 8—2)。20 世纪 90 年代对企业金融约束的放松明显显示，金融发展使宏观经济受益匪浅。通过解释变量虚拟值的乘积，表 8—3 显示了 20 世纪 90 年代和 20 世纪 80 年代比较的结论。我们对样本中所有的企业、PFMC—等级企业和联合企业成员分别进行类似的计算。在这三种情况下，水平的 GMM 估计值受到规范检验的支持，因此，我们将结论建立于其上。从表 8—3 我们可以直接得到推论，这些推论是关于 20 世纪 80 年代的系数和关于从 20 世纪 80 年代到 20 世纪 90 年代的变化的系数（这些系数分别是给定变量和它的虚拟值乘积，例如，q 和 $q\times$D90)。我们还可以间接得到关于 20 世纪 90 年代的系数总量（给出一给定变量的系数和它的变量乘积相加的总和，例如，$q+q\times$D90)。利用所有估计系数的变量一协方差，我们对 20 世纪 90 年代的系数进行了统计检验。[14]下面给出的结论涉及两种情况，即，20 世纪 90 年代的系数变化和总量。 327

表 8—3　　企业投资和融资约束：20 世纪 90 年代的影响

（t 统计显示在其相应的系数下）

估计技术 工具	所有企业 GMM 层次 级别 (1)	所有比 PFMC GMM 层次 级别 (2)	所有比联合 GMM 层次 级别 (3)
常数	0.069 920	0.077 850	0.113 306
	6.443 411	5.469 183	8.338 725
q	−0.007 274	0.049 745	0.000 217
	−0.530 558	1.263 372	0.008 294
$q\times$D90	0.014 713	0.051 493	0.079 865
	1.289 299	1.312 342	3.229 927
最初现金流/资本存量	0.444 121	0.447 417	0.465 798
	10.698 994	8.754 703	4.002 885
最初现金流/资本存量×D90	−0.178 301	−0.463 293	−0.454 980
	−3.644 851	−8.600 985	−4.065 013
最初负债/资本存量	−0.034 442	−0.067 566	−0.073 412

续前表

估计技术 工具	所有企业 GMM 层次 级别 (1)	所有比 PFMC GMM 层次 级别 (2)	所有比联合 GMM 层次 级别 (3)
	−2.561 269	−4.615 293	−3.105 916
最初负债/资本存量×D90	0.021 459	0.083 327	0.048 390
	0.963 382	3.704 538	1.355 583
企业数量	79	40	36
观察值数量	790	400	360
20 世纪 90 年代总效应	0.007 439	0.101 238	0.080 082
*q*90	0.510 579	2.852 857	2.646 388
最初现金流/资本存量 90	0.265 820	−0.015 876	0.010 818
	3.592 555	0.088 743	0.812 184
最初负债/资本存量 90	−0.012 983	0.015 761	−0.025 022
	−0.097 937	0.019 153	−0.273 819
确定性检验（p 值）			
(a) Sargan 检验	0.548	0.652	0.478
(b) 序列相关			
一阶	0.001	0.001	0.022
二阶	0.768	0.839	0.233
三阶	0.763	0.256	0.495

注：因变量：投资/资本存量。

三个样本得出的结论很类似，都显示 20 世纪 90 年代企业的投资受到的金融约束少于 20 世纪 80 年代。这个结论主要是基于 PFMC—等级企业和联合企业成员样本的结果。[15] 对于这些企业组，在后一时期，在所考虑的三个维度中，投资受到的金融约束较少。也就是说，在 20 世纪 90 年代，企业的投资受到托宾的 *q* 值的正面影响，而与内部现金流无关，而且不受负债—资本比率影响。对于所有企业的样本，在 20 世纪 90 年代，内部资源的重要性和杠杆程度对于投资决策而言影响变小；然而，在它们的投资恒等式中，现金流依然是一个相关变量，而 *q* 值则依然不重要。

最后的经验实证研究投资模型，这一投资模型由额外的一些宏观金融指标构成，它们是已经考虑了 20 世纪 90 年代影响的回归指标。结果见表 8—4。第一列考虑金融规模变量的影响，即银行资产占 GDP 的比

重和股票市场资本占 GDP 的比重。第二列考虑金融活动的度量值，即 330
私人贷款相对于 GDP 的比重和股票市场交易值占 GDP 的比重。这一经验实证研究的结论是，一旦说明了企业的 q 值和 20 世纪 80 年代的影响，这些宏观金融变量就对投资不具有独立影响。也就是说，宏观金融发展似乎是通过宏观经济渠道来对企业投资产生影响的，即根据企业的 q 值和对利用外部资金更少的约束来做出投资。

表 8—4　企业投资和融资约束：宏观金融影响
（t 统计显示在其相应的系数下）

估计技术 工具	GMM 层次 级别 (1)	GMM 层次 级别 (2)
常数	0.058 535	0.056 130
	0.900 371	0.746 495
q	−0.008 036	−0.006 055
	−0.613 052	−0.464 803
q×D90	0.016 224	0.015 266
	1.480 736	1.343 898
最初现金流/资本存量	0.455 392	0.449 664
	10.468 945	10.440 822
最初现金流/资本存量×D90	−0.184 366	−0.181 217
	−3.631 141	−3.535 226
最初负债/资本存量	−0.030 981	−0.033 259
	−2.284 139	−2.433 325
最初负债/资本存量×D90	0.007 942	0.014 379
	0.420 875	0.693 153
银行资产/GDP	−0.004 290	
	−0.031 807	
证券市场资本/GDP	0.026 322	
	1.079 529	
银行的私人贷款/GDP		0.022 485
		0.121 902
股票市场交易总值/GDP		0.089 983
		0.591 962
企业数量	79	79
观察值数量	790	790
确定性检验（p 值）		
(a) Sargan 检验	0.508	0.539
(b) 序列相关		
一阶	0.001	0.001
二阶	0.786	0.773
三阶	0.768	0.762

注：因变量：投资/资本存量。

8.3.2 企业融资结构

我们研究的第二个问题关注资产负债表，企业的融资状况。确切地说，我们希望检验的是，20 世纪 90 年代金融自由化和银行业、股票和债券市场在最近十年的发展是否影响了企业资产负债表中负债相对于股票的重要性和长期负债相对于短期负债的重要性。

对于各个独立变量的基本的回归模型如下：

$$D/E_{i,t}=\beta_0+\beta_1\text{In}(K_{i,t})+\beta_2 FA/TA_{i,t}+\beta_3 P/TA_{i,t}+\beta_4\text{Int}Eq_{i,t}+\beta_5 M\text{Fin}_t+\eta_i+\varepsilon_{i,t} \quad (8.2)$$

$$LD/SD_{i,t}=\lambda_0+\lambda_1\text{In}(K_{i,t})+\lambda_2 FA/TA_{i,t}+\lambda_3 P/TA_{i,t}+\lambda_4\text{Int}Eq_{i,t}+\lambda_5 M\text{Fin}_t+\mu_i+v_{i,t} \quad (8.3)$$

因变量 D/E 和 LD/SD 分别是负债—股权比和长期负债/短期负债。K 指资本存量，代表了企业的规模。FA/TA 指固定资产/总资产，是度量总资产中有形资产的度量值。P/TA 是营业利润/总资产，代表企业当前的盈利能力。IntEq 是一个虚拟变量，指企业能否在国际股票市场上市。$MFin$ 是一个矢量变量，代表了宏观金融产出。所有的存量都在相应年度的年末度量。ε 和 v 分别代表回归残差。所有的解释变量
331 都是弱外生的，除了宏观金融变量，它是外生的。最后，η 和 μ 是未能观察到的特定企业影响。我们在金融结构回归等式中考虑特定企业影响，是因为水平回归显示出高度连续序列相关，这使我们拒绝了 GMM 水平估计值，而采用它的 GMM 系统配对。Sargan 和序列相关规范检验支持了模型采用 GMM 系统程序。

企业—相关解释变量的选择根据标准的公司融资理论（近期类似的应用，见 Lee, Lee and Lee (1999)；Schmukler and Vesperoni (2000))。与投资回归模型相反，对于金融结构，宏观金融发展对于特定企业变量系数没有直接影响。因此，我们前一阶段基于分析斜率改变的策略并不适用于金融结构回归。取而代之，我们在回归模型中直接包括我们的宏观金融发展度量值，并分析了它们的估计系数。我们注意到，因为这些变量并不在企业间变动，所以它们与特定时间影响类似。

表 8—5 显示了负债—股票比率的结果，表 8—6 显示了长期负债比短期负债的比率结果。两张表的第一列显示的结果都包括 GMM—水平估计值。[16] 因为规范检验拒绝了它，我们关注 GMM—系统估计值获得

的结果，这个结果在两张表的第二列。第三列不考虑宏观金融变量，第四列和第五列考虑对应资本市场的规模和活动的度量值。

表 8—5　　金融结构——债权与股票的比率：企业和宏观金融影响
（t 统计显示在其相应的系数下）

估计技术 工具	GMM 层次 级别 (1)	GMM 层次 级别和不同 (2)	GMM 层次 级别和不同 (3)	GMM 层次 级别和不同 (4)
常数	1.252 191	2.741 988	1.403 612	2.595 548
	1.609 277	8.891 821	4.848 698	9.168 479
在（资本存量）	−0.056 868	−0.138 326	−0.114 914	−0.192 560
	−1.325 128	−8.366 062	−7.018 878	−10.381 302
固定资产/总资产	−0.025 426	0.099 073	−0.217 105	−0.477 531
	−0.113 333	0.867 485	−2.013 139	−3.690 840
利润/总资产	0.652 228	−0.399 482	−0.012 718	0.1718 88
	2.173 082	−2.693 729	−0.068 977	0.951 840
进入国际证券市场的途径	0.209 673	0.191 641	0.185 700	0.218 406
	1.468 839	2.031 269	2.146 591	1.714 409
银行资产/GDP			2.455 970	
			9.891 957	
股票市场资本/GDP			−0.086 684	
			−2.571 706	
银行私人贷款/GDP				3.016 378
				13.330 112
股票市场交易总值/GDP				−0.527 869
				−3.983 729
企业数量	71	71	71	71
观察值数量	710	710	710	710
确定性检验（p 值）				
(a) Sargan 检验	0.367	0.381	0.298	0.242
(b) 序列相关				
一阶	0.009	0.308	0.301	0.297
二阶	0.009	0.442	0.381	0.370
三阶	0.006	0.266	0.257	0.255

注：因变量：负债/股权。

考虑负债—股票比率（见表 8—5），随着企业规模的增大，而且，不太可信的是，其有形资产似乎增加了，从而使企业的金融结构更接近于更高的股票和更低的负债。这多少有些荒谬，企业进入国际股票市场似乎增加了企业的负债—资本比率。[17] 似乎发行 ADRs 的能力对企业的信誉卓著有积极的信号显示作用。这种作用可能减少了足够的债务成本使得企业可以克服发行 ADRs 带来的直接的股票—促进效应。

宏观金融规模和活动度量值对负债—股票比率的影响是类似的，这
333 与我们前面的结论一致。银行业部门的规模和活跃程度越大，越会引导企业在其资产负债表中偏好于负债而不是股票。相反，股票市场的规模和活跃程度越大，越会引导企业扩张股本而不是负债。

考虑长期负债比短期负债的比率（见表 8—6），企业的资产盈利能力和有形资产与企业到期时间比较长的负债相关。另一方面，随着企业规模变大，它们的负债到期时间会缩短。进入国际股票市场似乎导致了长期负债的比重增加，可能是通过早先提到的信号机制。

表 8—6　金融结构——长期比短期负债的比率：企业和宏观金融影响

（t 统计显示在其相应的系数下）

估计技术 工具	GMM 层次 级别 (1)	GMM 系统 级别和不同 (2)	GMM 系统 级别和不同 (3)	GMM 系统 级别和不同 (4)	GMM 系统 级别和不同 (5)
常数	4.026 744	1.532 385	1.652 367	1.438 177	3.192 477
	2.756 485	1.426 523	1.394 299	1.099 103	2.463 129
在(资本存量)里	−0.163 9	−0.108 112	−0.056 440	−0.077 509	−0.201 357
	−2.096 303	−1.866 332	−0.972 994	−0.995 396	−2.954 878
固定资产/总资产	−0.461 493	2.447 923	1.335 821	1.980 901	1.865 745
	−0.833 909	4.520 499	2.447 119	3.345 182	3.639 951
利润/总资产	−3.602 144	3.758 85	2.012 747	2.533 926	2.747 668
	−3.133 99	3.736 814	2.818 181	2.354 454	2.322 228
进入国际证券市场的途径	0.750 394	0.665 636	0.704 12	0.615 889	0.724 933
	1.284 955	2.267 406	3.209 567	2.166 721	2.400 832
银行资产/GDP				0.428 348	
				0.731 893	
债券资本/GDP				−1.743 874	

续前表

估计技术 工具	GMM 层次 级别 (1)	GMM 系统 级别和不同 (2)	GMM 系统 级别和不同 (3)	GMM 系统 级别和不同 (4)	GMM 系统 级别和不同 (5)
				−5.564 671	
银行私人贷款/GDP				0.742 750	0.016 659
				1.218 402	0.022 159
债券市场交易总值/GDP				−3.400 357	
				−2.416 364	
私人债券市场资本/GDP					1.122 315
					2.222 603
企业数量	71	71	71	71	71
观察值数量	710	710	710	710	710
确定性检验(p值)					
(a) Sargan 检验	0.717	0.305	0.466	0.616	0.549
(b) 序列相关					
一阶	0.054	0.152	0.154	0.153	0.154
二阶	0.028	0.372	0.369	0.369	0.371
三阶	0.114	0.276	0.274	0.275	0.276

注：因变量：长期负债/短期负债。

关于宏观金融变量的影响，我们发现，银行资产的总规模和私人银行业的活动水平对企业到期时间更长的负债没有显著关系。为了研究资本市场对负债到期时间的影响，我们采用了债券市场（而不是股票市场，股票市场与股票比率的问题相关程度更高，如同在前面的模型中提到的那样）的规模和活动。债券市场总体（公开债券市场加上私人债券市场）的规模和活动与长期负债比短期负债的比率负相关，其中规模和活动是用它的资本占 GDP 的比重来度量的。然而，当我们只关注私人债券市场的资本时——与公开债券市场相比，私人债券市场与企业融资决策的论证更直接——它对负债到期日改变有影响（第五列）。也就是说，私人债券市场的规模导致企业拥有更加长的负债到期结构。

8.3.3 企业成长

我们将要研究的第三个问题涉及企业的成长比率，这个成长比率用企业的经营收入增长比率来度量。我们将研究特定企业和宏观金融市场发展对我们样本中企业的成长比率影响的程度。

标准的增长回归已经根据公司融资理论和宏观增长文献推导出来了。如同在前面的模型中一样，这个模型也考虑了特定企业和宏观变量。基本的企业增长回归如下：

$$RGr_{i,t}=\beta_0+\beta_1 Ro_{i,t}+\beta_2 I/R_{i,t}+\beta_3 Fin_t+\beta_4 NoP_i+\beta_5 D/E_{i,t}+\beta_6 GDPgr_t+\beta_7 MFin_t+\varepsilon_{i,t} \quad (8.4)$$

336 其中，RGr 是企业收入的年增长率。Ro 是最初（滞后）的收入水平，采用这一项是为了集中企业的不变规模对资本存量的影响。I/R 是企业的投资比收入的比率。Fin 和 NoP 分别表示企业是否是金融企业或者是非盈利企业的虚拟变量；采用这两项是为了说明这些类型的企业潜在的不同的成长行为。D/E 是最初的负债—股权比率，它用于控制委托人/代理人对企业成长的影响。$GDPgr$ 是 GDP 的年增长率，这一项说明了经济周期和总体市场扩张。$MFin$ 是代表宏观金融产出的变量矢量。ε 代表回归残差。

所有的解释变量都是弱外生的，除了宏观变量，它是外生的。我们忽视不可观察的特定企业对增长回归的影响，因为，如同我们下面讨论的，在水平回归中没有迹象表明存在连续残差序列相关。事实上，误差项似乎是序列不相关的。所以，我们关注应用于水平回归的 GMM 估计值。这个选择得到 Sargan 和序列相关标准检验的支持。

表 8—7 显示了企业成长的结果。企业最初的规模有显著的负面信号，这显示了收敛效应；也就是说，随着企业成长，它的成长率逐渐放缓，别无其他情形。毫不令人惊奇，投资比率对企业的收入增长具有正面影响。金融企业与其他企业的成长似乎没有什么不同，而对于非盈利企业，即使说明了投资比率，它依然拥有较低的成长绩效。负债—股票比率并不显著影响企业的成长；这可能意味着，如果委托人/代理人这一项影响企业的成长，那么他们将会通过投资比率来影响。最后，对于控制变量，GDP 增长率对企业的成长率有正面的显著影响。

表 8—7　企业成长：企业和宏观金融影响（t 统计显示在其相应的系数下）

估计技术 工具	GMM 层次 级别和不同 (1)	GMM 层次 级别和不同 (2)	GMM 层次 级别和不同 (3)	GMM 层次 级别和不同 (4)
常数	0.227 425	−0.1726 40	−0.417 794	−0.447 618
	2.419 091	−2.091 356	−5.103 201	−5.258 059
最初真实收入水平	−0.012 301	−0.009 113	−0.011 038	−0.009 752
	−2.438 299	−1.737 221	−2.212 130	−1.942 987
投资/收入	0.004 752	0.005 325	0.005 379	0.005 357
	6.652 456	6.070 022	6.880 249	6.420 178
金融企业	0.192 124	0.223 286	0.553 800	0.040 144
	0.245 742	0.258 534	0.068 559	0.048 545
非盈利企业	−0.098 665	−0.080 107	−0.088 623	−0.083 793
	−2.429 645	−1.846 098	−2.127 454	−2.022 815
总负债/总权益	0.013 719	0.014 280	0.015 554	0.013 406
	1.144 243	1.199 563	1.362 413	1.150 187
GDP 增长	0.465 176	1.312 682	1.592 927	1.480 796
	1.908 803	4.913 631	5.806 864	5.396 786
银行资产/GDP		0.738 795		0.719 868
		4.960 857		5.300 129
股票市场资本/GDP		−0.094 898		
		−4.895 802		
银行私人贷款/GDP			1.410 610	
			9.268 829	
股票市场交易总值/GDP			−1.051 936	
			−6.906 845	
股票市场真实资本/GDP				1.096 829
				4.645 536
企业数量	66	66	66	66
观察值数量	660	660	660	660
确定性检验（p 值）				
(a) Sargan 检验	0.133	0.439	0.555	0.369
(b) 序列相关				
一阶	0.539	0.653	0.567	0.624
二阶	0.614	0.817	0.699	0.839
三阶	0.239	0.245	0.240	0.248

注：因变量：收益增长。

考虑宏观金融变量，银行业部门的规模和活跃性对企业的成长比率具有正面影响。然而，股票市场的规模和活跃性对增长具有令人惊讶的负面影响。对此结果的一种初步解释是，银行业部门的发展与股票市场
338 的发展相比，其与企业的成长关系更紧密。然而，当我们使用抽取自价格影响（见第五列）的股票市场规模的度量值时，估计结果显示，股票市场资本的数量度量值对企业的成长比率具有正面的显著影响。我们进行了两个额外的经验实证研究（没有显示在表格中），结果类似。首先，当我们使用交易值比 GDP 的数量度量值作为市场活跃性的度量值时，我们估计了对企业成长比率的正面影响。其次，当我们采用换手率作为另一个度量股票市场活跃性的度量值时，我们也获得了对市场活动的正面、显著的系数。给定换手率也抽取自价格影响，来自额外的经验实证研究的结论是，用股份和上市企业来表示的股票市场真实扩张有利于企业的成长率。另外，股票市场资本的价格组成和活跃程度似乎与企业的成长率负相关。

8.4 结　论

在最近 15 年，智利的金融系统经历了显著的发展。在我们看来，20 世纪 70 年代中期的市场导向型政策和 20 世纪 80 年代贯彻的适当的监管框架联合起来产生了可喜的效果。

从不同金融部门和市场规模、活跃性和效率的分析中，我们可以得出以下两个基本结论。

银行业部门经历了显著发展，在 20 世纪 70 年代发展迅速但有逆
339 转，20 世纪 80 年代取得最大的发展，在 20 世纪 90 年代发展则是渐进的。事实上，智利的银行业部门超过了 20 世纪 80 年代的世界平均水平，而且从那时候起就没有低于平均水平。股票市场和其他资本市场也有所改良，20 世纪 80 年代适度改良，20 世纪 90 年代的发展就很显著了。虽然有这些改良，但智利的股票市场仍没有达到世界平均水平。

智利金融系统的组成（结构）也有明显改变。经济中的金融结构是这样改变的，即股票和其他资本市场相对于银行业部门更重要。这种趋势从 20 世纪 70 年代开始，在 20 世纪 80 年代和 90 年代加速。最初智

利经济中银行部门太小，金融结构的改变可能就是调整这种最初情况的结果。从这个意义上讲，智利金融结构的改变与股票—调整程序类似；经济积累了相对不足的金融制度。因此，非银行机构这种相对重要的增加趋势在未来会逐渐减小。

本章的第二个目标是检验智利金融系统的这些发展如何影响企业的绩效和行为。确切地讲，文章分析了一个智利企业样本，分析的问题涉及企业出于投资目的而进入金融市场、企业的融资（资产负债表）决策和相应的金融结构，以及它们的增长绩效。我们研究的样本包括 79 个上市企业，它们在 1985—1995 年间每年的资产负债表都是可以获得并且完整的。现在我们概括一下本章各部门所分析的主要结论，要注意到导论中关于将智利经济的结论普遍应用的警告。

在 20 世纪 80 年代下半叶——这先于第二轮金融自由化，企业投资并不显著依赖于企业的 q 值，而受到企业现金流的正面影响，受到企业负债水平的负面影响。我们可以下结论说，这一时期的企业面临重要的外部融资约束。

在 20 世纪 90 年代，金融宏观水平提高最快的时期，企业投资受到的金融约束比 20 世纪 80 年代的约束小。也就是说，20 世纪 90 年代，企业投资更容易随着托宾的 q 值相应变动，而与内部现金流的关系不太紧密，而且也比较少受到负债—资产比率的影响。这些结果在投资—等级企业和联合企业成员中更为明显。对于这三个更好地进入金融市场的指标，那些与 q 值和现金流影响相关的指标在样本中最强有力并且最可信。

在探讨宏观金融变量对样本中企业金融结构的影响时，我们得到这样的结论，第一，银行业部门规模和活跃程度越大，越会引导企业偏好负债而不是股票，而不影响它们负债到期日。第二，股票市场的规模和活跃程度越大，越会引导企业扩张股本而不是负债。第三，私人债券市场的规模越大，越能诱使企业延长其负债到期日。然而，公开债券市场似乎具有相反的影响。 340

企业进入国际股票市场似乎增加了企业的负债—股票比率，并扩展了其负债到期日。第一个结论似乎有些令人困惑。然而，可以这样解释，发行 ADRs 的能力反映了低信贷风险和/或对企业的总体负债有积极的信号作用。这种效应可能充分减少了债务成本，从而克服了由于发

行 ADRs 带来的直接股票—提升影响。

考虑宏观金融变量对企业收入增长的影响，银行业部门的规模和活跃性似乎对企业的成长率有正面影响。另一方面，股票市场的规模和活跃性对增长具有令人惊讶的负面影响。然而，当只用数量影响来度量股票市场资本时，结果改变了。事实上，股票市场真实规模和活动的扩张导致了企业更快的增长。

附录 8.1　数据来源和定义

资产负债表数据来自 FECUs（acronyms for Ficha Estadística Codificada Uniforme）。FECUs 包含了 1985—1995 年间全部企业可比较的资产负债表。FECUs 搜集提供的数据是法律规定必须提供给企业的。构造变量用到的来源是

负债—股权比率

销售增长率

利润/总资产比率

长期负债/短期负债比率

固定资产/总资产的比率

关于企业股票市价的数据来自圣地亚哥商业银行（各种案例）。此
341 出版物概括了圣地亚哥股票市场每年的活动。

原始 FECUs 数据可用来构造以下变量。[18]

变量	描述	变量	描述
投资	$\frac{I_t}{K_{t-1}}$	托宾的 q	$(1-t)\times\left(\frac{D_{t-1}+\frac{MV_{t-1}}{(1-d+t)}}{K_{t-1}}\right)$
现金流	$\frac{CF_{t-1}}{K_{t-1}}$	负债/资本	$\frac{D_{t-1}}{K_{t-1}}$

最初真实销售水平 $S_{t-1}\times\frac{P_{90}}{P_{t-1}}$

其中，

$K_t=A_t-STA_t$

$Cf_t=OP_t+\delta_t$

$I_t=K_t+\delta_t-K_{t-1}\times\pi_t$

续前表

变量	描述	变量	描述
D=负债总额			
MV=企业股份的市值			
t=对企业利润收取的税收			
π=每年通货膨胀（12 月到下年 12 月）			
d=对股息收取的税收			
A=总资产			
STA=短期资产			
OP=营业利润			
δ=跌价			
S=销售水平			
P=价格水平			

至于一些企业的性质，我们利用如下的虚拟变量定义：

变量	描述
PFMC 等级	企业符合退休基金管理公司的投资条件
联合	企业成为一个联合企业经济的一部分
非盈利	企业完全不受利益驱动而提供产品（例如学校、医院和俱乐部等等）
金融的	与金融活动相关的企业商业
进入国际股票市场	企业的股份在一个国家和地区股票市场中交易

最后，宏观金融变量利用 8.2 部分显示的定义来构造：

342

变量	描述
银行市场规模	对政府、公众企业和非金融私人部门的债权占 GDP 的比率
股票市场规模	股票市场资本占 GDP 的比重
债券市场规模	总债券存量占 GDP 的比重
银行市场活动	银行的私人贷款占 GDP 的比重
股票市场活动	股票市场交易值占 GDP 的比重
债券市场活动	债券市场交易值占 GDP 的比重
真实股票市场规模	真实股票市场资本占 GDP 的比重
私人债券市场规模	私人债券市场占 GDP 的比重
换手率	股票市场活动比股票市场规模的比率
GDP 增长率	每年 GDP 的增长率

参考文献

343 Aivazian, V., L. Booth, Asll DemirgUC-Kunt, and V. Maksimovic. 2001. Capital structures in developing countries. *Journal of Finance* 56 (1): 87-130.

Arellano, J. P. 1983. De la Liberalizacién a la intervenci6n: El Mercado de capitales en Chile, 1974—1983. Colección de Estudios de CIEPLAN 11 (December): 9-37.

Arellano, M., and S. Bond. 1991. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. Review of Economic Studies 58 (2): 277-297.

344 Arellano, M., and O. Bover. 1995. Another look at the instrumental-variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics* 68 (1): 29-51.

Bandiera, O., G. Caprio, P. Honohan, and F. Schiantarelli. 2000. Does financial reform raise or reduce savings? *Review of Economics and Statistics* 82 (2): 239-263.

Barandiarán, E., and L. Herndndez. 1999. Origin and resolution of a banking crisis: Chile 1982—1986. Working Paper 57, Central Bank of Chile (December).

Basch, M. and R. Fuentes. 1998. Determinantes de los Spreads bancarios: El caso de Chile. Working Paper R—329, Research Network, Inter-American Development Bank.

Beck, T., Asll Demirgü ç-Kunt, and Ross Levine. 1999. A new database on financial development and structure. Working Paper 1 829, Policy Research Department, World Bank.

Bernstein, J., and M. Nadiri. 1993. Production, financial structure, and productivity growth in U. S. Manufacturing. Working Paper 4 309, National Bureau of Economic Research.

Bolsa de Comercio de Santiago. 1985—1995. Reseña Anual. Santiago, Chile.

Bosworth, B., R. Dornbush, and R. Labán. 1994. *The Chilean economy: Policy lessons and challenges*. Washington, DC: Brookings Institution.

Brock, P. 1992. *If Texas were Chile. A primer on banking reform*. San Francisco, CA: Institute for Contemporary Studies.

Budnevich, C. 1997. Banking system regulation and supervision in Chile: Past, present, and future. Mimeo, Central Bank of Chile (July).

Caballero, R. 1999. Structural volatility in Chile: A policy report. Mimeo, Department of Economics, MIT (October).

Campbell, J., and G. Mankiw. 1989. Consumption, income, and interest rates: Reinterpreting the time series evidence. *NBER Macroeconomics Annual* 4. 185-216. National Bureau of Economics Research.

Corbo, V., and K. Schmidt-Hebbel. 1991. Public policies and saving in developing countries. *Journal of Development Economics* 36 (July): 89-115.

De Gregorio, J., S. Edwards, and R. Vald6s. 2000. Controls on capital inflows: Do they work? *Journal of Development Economics* 63 (1): 59-83.

De la Cuadra, S., and S. Vald6s~Prieto. 1992. Myths and facts about financial liberalization in Chile: 1974—1983. In *If Texas were Chile. A prin ler on banking reform*, ed. P. Brock, 11-101. San Francisco, CA: Institute for Contemporary Studies.

Demirgü ç-Kunt, Asll, and V. Maksimovic. 1994. Stock market development and firm financing choices. Working Paper 1461, Policy Research Department, World Bank.

Eyzaguirre, N., and F. Lefort. 1999. Capital markets in Chile, 1985—1997: A case of successful international financial integration. In *Chile: Recent Policy Lessons and En lerging Challenges*, ed. G. Perry and D. Leipziger, 109-148. Washington, DC: World Bank.

Fazzari, S., G. Hubbard, and B. Petersen. 1988. Financing constraints and corporate investment. *Papers on Economic Activity* 1: 141-195. Washington, DC: Brookings Institution.

Gallego, F., L. Hernández, and K. Schmidt-Hebbel. Forthcoming. Capital 345
controls in Chile: Were they effective? In *Banking, financial integration, and international crises*, ed. L. Hernandez and K. Schmidt-Hebbel. Santiago, Chile: Central Bank of Chile.

Gourinchas, P., O. Landerretche, and R. Valdés. 1998. Lending booms: Stylized facts. Mimeo, Central Bank of Chile (September).

Harris, J., F. Schiantarelli, and M. Siregar. 1994. The effect of financial liberalization on capital structure and investment decisions of Indonesian manufacturing establishments. *World Bank Economic Review* 8 (1): 17-47.

Hayashi, F. 1982. Tobin's marginal q and average q: A neoclassical interpretation. *Econometrica* 50 (1): 213-224.

Hernández, L., and E. Walker. 1993. Estructura de Financiamiento Corporativo en Chile (1978—1990). *Estudios Públicos* 51: 87-156.

Holtz-Eakin, D., W. Newey, and H. Rosen. 1988. Estimating vector autore-

gressions with panel data. *Econometrica* 56 (6). 1371-1395.

Hoshi, T., A. Kashyap, and D. Scharsftein. 1991. Corporate structure, liquidity, and investment: Evidence from Japanese panel data. *Quarterly Journal of Economics* 106 (1): 33-60.

Hu, X., and F. Schiantarelli. 1998. Investment and capital market imperfections: A switching regression approach using U. S. firm panel data. *Review of Economics and Statistics* 80 (3): 466-479.

Jeftanovic, P. 1979. El Mercado de Capitales en Chile 1940—1978. Las Instituciones e instrumentos financieros. Working Paper No. 45, Department of Economics, University of Chile (December).

Johnston, B., S. Darbar, and C. Echeverría. 1997. Sequencing capital account liberalization: Lessons from the experiences of Chile, Indonesia, Korea, and Thailand. IMF Working Papers 157. Washington, DC: International Monetary Fund.

Kaplan, S., and L. Zingales. 2000. Investment-cash flow sensitivities are not valid measures of financing constraints. *Quarterly Journal of Economics* 115 (2): 707-712.

Larraín, C. 1995. Internacionalización y supervisión de la banca en Chile. Estudios Públicos 60: 117-143.

Lee, J. W., Y. S. Lee, and B. S. Lee. 1999. The determination of corporate debt in Korea. Development Discussion Paper 718, Harvard Institute for International Development (July).

Lehmann, S. 1991. Determinantes de la inversi6n productiva privada en Chile (1981—1989). *Colección de Estudios CIEPLAN* 33: 19-58.

Levine, R. 1997. Financial development and economic growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature* 35 (2): 688-726.

Levine, R., N. Loayza, and T. Beck. 2000. Financial intermediation and growth f Causality and causes. Journal of Monetary Economics 46 (1): 31-77.

Loayza, N., and L. Palacios. 1997. Economic reform and progress in Latin America and the Caribbean. Working Paper 1829, Policy Research Department, World Bank.

346 Mairesse, J., B. Hall, and B. Mulkay. 1999. Firm-level investment in France and the United States: An exploration of what we have learned in twenty years. *Annzles d'Economie et de Statistique*, no. 55-56: 27-67.

Medina, J., and R. Valdés. 1998. Flu jo de Caja y decisiones de inversión en Chile: Evidencia de sociedades anónimas abiertas. Cuadernos de Economía 35 (106):

301－323.

Morley, S., R. Machado, and S. Petinatto. 1998. Indexes of structural reform in Latin America. Mimeo, Economic Comission for Latin America and the Caribbean.

Nickell, S., S. Wadhwani, and M. Wall. 1992. Productivity growth in U. K. companies, 1975—1986. *European Economic Review* 36: 1055－1085.

Perry, G., and D. Leipziger, eds. 1999. *Chile: Recent policy lessons and emerging challenges*. Washington, DC: World Bank.

Ramírez, G., and F. Rosende. 1992. Responding to collapse: The Chilean banking legislation after 1983. In *If Texas were Chile: A primer on banking reform*, ed. P. Brock, 193－216. San Francisco, CA: Institute for Contemporary Studies.

Reinstein, A., and F. Rosende. 1999. Reforma financiera en Chile. Mimeo, University of Chile.

Schiantarelli, F., and V. Srivastava. 1996. Debt maturity and firm performance: A panel study of Indian public limited companies. Mimeo, Policy Research Department, World Bank.

Schmidt-Hebbel, K. 1999. Chile's pension revolution coming of age. Mimeo, Central Bank of Chile.

Schmidt-Hebbel, K., and L. Servén. 2000. Policy shifts and external shocks in Chile under rational expectations. Mimeo, Central Bank of Chile (January).

Schmukler, S., and E. Vesperoni. 2000. Does integration with global markets affect firms' financing choices? Evidence from emerging markets. Mimeo, Policy Research Department, World Bank.

Sena, V. 1998. Technical efficiency change and finance constraints: An empirical analysis for the Italian manufacturing, 1989—1994. Discussion Paper 98－08, University of York.

Soto, C. 1997. Controles a los movimientos de capital: Evaluación empírica del caso chileno. Mimeo, Central Bank of Chile.

Stein, J. 1997. Internal capital market and the competition for internal resources. *Journal of Finance* 52: 111－133.

Summers, L. 1981. Taxation and corporate investment: A *q theory approach*. *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 67－140. Washington, DC: Brookings Institution.

Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). 1987—1998. *Revista de Valores y Seguros*.

Valdés-Prieto, S. 1992. Auste estructural en el mercado de capitales: La evidencia chilena. In *El Modelo Económico Chileno*, ed. D. Wisecarver, 401－444. Santiago, Chile: CINDE-Universidad Católica.

Valdós-Prieto, S., and M. Soto. 1998. The effectiveness of capital controls: Theory and evidence from Chile. *Empirica* 25: 133－164.

Valenzuela, A. 1984. El Mercado de valores chileno 1960—1983. *Serie Estudios* 1, Bolsa de Comericio de Santiago.

【注释】

[1] 已经有一些研究关注智利的消费平滑，这些研究大都沿用坎贝尔和曼昆（Campbell and Mankiw, 1989）的方法。他们关注智利受限制的消费的比重。柯伯和施米特-赫布尔（Corbo and Schmidt-Hebbel, 1991）估计这个比重在1986—1988年达到60%，而班迪拉等（1998）发现1970—1995年间这个比重为55%。最近施米特-赫布尔和瑟文（2000）估计，1986—1997年间，受限制消费的比重为25%。从这些研究得出的主要结论是，在智利，流动性约束已经变得不太重要了，这是与这个国家和地区金融部门的发展相对应的。

[2] 有趣的是，我们注意到，金融抑制的这种趋势是从20世纪30年代开始的。在大萧条之前，智利的金融部门相对自由和发达（Jeftanovic, 1979）。

[3] 关于私有化进程的详细描述和结果，见Barandiarán and Hernández (1999)。

[4] 关于这个时期有广泛的文献，我们在本章只是做了概括。对于银行业危机的完整分析，见Barandiarán and Hernández (1999)。

[5] 对于此新法律及其结果更加详细的分析见Brock (1992)。

[6] 需要提到的是，根据这个新的监管框架，退休基金管理公司（PFMC）不直接拥有或管理银行，反之亦然。然而，没有限制银行和PFMCs部分持股，这在今天是很普遍的事情。

[7] 我们注意到，图8—2包括的部分总和大于统一的金融部门规模，假定这些部门拥有一些公有资产。

[8] 德米尔古克-肯特和莱文（第三章）认为，发展路径应该基于银行业和其他金融市场的活动（流动性）的度量值。所以，在这种国际标准中不考虑纯粹的规模。

[9] 一个简单的例子可能能够澄清为什么交易值或者换手率不能完全代表股票市场的效率。假定国内公司开始在海外发行股票。这将降低国内股票市场的活动和流动性。然而，如果国内股票经纪人以更少的成本来恢复其市场份额，那么股票市场将变得更有效，即使活动和流动性比率显示的情况不同。

[10] 金融社团是储蓄和放贷的机构，与银行相反的是，它不创造货币。

[11] 做出的调整沿用萨默斯（Summers，1981）和莱曼（Lehmann，1991）概括的步骤。细节见附录 8.1。

[12] 等式（8.1）中的投资比率和企业的 q 值之间的线性关系来自假定调整是无成本的，直到达到一些正常的投资水平，然后边际调整成本上升，并与投资成线性关系（见 Summers（1981））。而且，为了辨别新资本的假定价格（边际 q 值）和企业相对于其重置成本的价格（平均 q 值），我们假定生产函数规模收益不变，调整—成本函数是一阶同质的（见 Hayashi（1982））。

[13] 假定不存在证据证明连续的残差序列相关，那么我们就不采用 GMM 系统估计值，而采用 GMM 水平估计值。相关性检验给出证据表明，进行一阶移动平均运算后得到残差；我们选择工具变量的滞后级与误差项的动态结构一致。

[14] 这些检验在规范检验前被认为是正确的。

[15] 结论与我们前面不同，因为它意味着大多数受金融约束的企业都不是金融发展的最大受益者。

[16] 表 8—5 和表 8—6 分别给出了前两个回归的结果，这两次回归不包括宏观金融变量。我们这样做是为了突出当宏观经济变量包括在回归中时特定企业变量的改变。当宏观金融变量作为额外的回归（此回归没有在表格中体现）包括近来的时候，GMM—水平回归的不规范并没有改进。因此，我们将分析集中在 GMM—系统估计值获得的结果上。

[17] 有趣的是，我们注意到，施穆克勒和维斯皮罗尼（Schmukler and Vesperoni，2000）在他们的拉丁美洲国家和地区的样本中获得了类似的结果，但在他们的亚洲国家和地区样本中结果却不是这样。

[18] 存量是在 t 时期期末度量的。

9. 银行导向和市场导向经济中的企业融资选择

瑟吉尔·施穆克勒
艾斯特班·维斯皮罗尼

9.1 导　言

347 新兴市场的金融部门在20世纪80年代后期和90年代取得了有目共睹的空前发展。新兴市场变得更加开放，并与世界其他市场融为一体。解除了对资本流动的限制后，这些国家和地区的资本流动达到了创纪录的高水平。在20世纪70年代到80年代期间，资本通过银行业系统流向政府部门或者私人部门。然而，在20世纪90年代，资本流动以外国直接投资和资产组合形式流动，这包括债券和股票流动，新兴市场国家和地区现在也已参与进入了国际金融市场。股权交易从国内市场转向了国家和地区市场。随着金

融市场变得更加全球化，一系列严重的金融危机发生了，很多国家和地区产生了显著的溢出效应。向金融流开放的国家和地区容易受到金融市场波动的严重影响。

与国际资本市场的日益融合和近期的危机引发了关于金融一体化的益处和国内金融系统角色的讨论。与国际资本市场融合为国内企业提供了更好的融资机会吗？如果是，那么所有的企业都能平等受益吗？一国应该促进国内金融系统发展还是应该与国际资本市场完全一体化？随着日益全球化，什么类型的国内金融系统更加适合金融发展？什么类型的金融系统能够更好地补充和促进与国际金融市场必然的一体化？什么类型的金融系统能够更好地应对金融危机？

在施穆克勒和维斯皮罗尼（2000）的一篇单独的论文中，我们关注 348
全球化对企业融资决策的影响。在这一章，我们研究国内金融部门类型和企业融资机会之间的关系。更确切地讲，我们分析不同金融系统中企业融资决策和企业特征是否不同。另外，我们还研究，在银行导向型和市场导向型经济中，一体化和金融危机对企业融资比率的影响是否不同。

我们关注新兴市场的企业融资决策。融资决策体现在下列比率中：负债除以股权，短期负债除以股权，长期负债除以股权，短期负债除以总负债，和留存收益除以总负债。[1]我们构建了一个非金融公司大样本，这些公司坐落在东亚和拉丁美洲几个经历了金融自由化和危机的新兴国家和地区。我们的数据包括的企业来自阿根廷、巴西、印度尼西亚、马来西亚、墨西哥、韩国和中国台湾。数据覆盖 20 世纪 80 年代到 90 年代。我们搜集了关于资产负债表、企业特定性质和金融一体化度量值的信息。关于银行和市场导向型金融系统的绩效，当前存在一些讨论，我们的数据库能够让这些讨论的某些方面更清晰。

这一章也分析了先前未曾研究过的阿根廷企业融资决策案例。因为很多原因，这个国家有一个很有趣的案例。第一，在 20 世纪 90 年代，阿根廷经历了急剧的金融自由化进程。自由化之后，1994—1995 年墨西哥危机和 1998 年全球危机对国内经济产生了强烈的溢出效应。墨西哥危机的结果是，政府改组并巩固了银行业部门。国际银行现在控制了大部分银行业行为。第二，通过发行债券和股票，阿根廷企业从国际资本市场上积极筹资。第三，阿根廷的经济高度美元化，很大一部分合同

用美元为单位。与其他国家和地区不同，阿根廷的数据使我们能够研究债务到期和债务当前票面价值之间的关系。

本章的其余部分组织如下。9.2 部分列举了关于比较银行导向型和市场导向型系统的文献中的一些讨论。9.3 部分讨论了本章使用的数据
349 和方法。9.4 提供了关于银行导向型和市场导向型金融系统的证据。9.5 部分提供了阿根廷案例的细节。9.6 部分是结论。

9.2 银行导向型和市场导向型系统

这一部分列举了关于比较银行导向型和市场导向型系统的文献中的一些讨论。文献研究了不同金融系统在调节储蓄和投资方面的效率。特别是，文献讨论了银行导向型与市场导向型组织模型的长处与短处。[2]在银行业系统中，银行向经济提供了大多数贷款。在市场导向型系统中，企业在资本市场（债券和股票市场）筹资。

贷款人对经理人员和企业绩效的评价可能代价高昂，本文献讨论的一个问题就与这个事实有关。在金融工具的流动性与债权人的控制之间存在权衡。高流动性的证券市场降低了交易者控制经理人员行为的积极性。彼得（Bhide，1993）认为，企业债券可以在流动性市场中自由交易，所以通常不需提供内部监控。这种流动性使债券持有人能够处罚坏的经理人员，这节约了用于控制公司活动的资源，但是非证券化的商业负债则要求银行控制借款人的行动和经营管理，这意味着搜集内部信息很昂贵。信息不对称的存在阻碍了银行贷款交易的流动性。

市场导向型系统更适合向投资者发行流动金融工具，而银行导向型系统则促进了中介和借款者之间的长期关系，并有助于公司控制。这意味着，对不同企业而言，两种系统在提供资金方面各有所长。银行能够很好地为创业企业融资，而公开市场则能更好地为已建立的企业融资，特别是对于具有更多有形资产的企业。另外，内部监控一个潜在的优势是借款者与贷款者之间长期关系的发展。与市场导向型经济相比，这能够扩展负债的期限结构。

银行导向型和市场导向型系统中阶段性融资的债务合同预期的期
350 限结构是不同的。例如，银行业系统中，阶段性融资可以用一系列短

期合同取代长期负债。这种类型的融资使银行能够在投资项目的不同阶段监控企业。舒尔茨（1998）指出，当借款者提供关于其项目发展情况的可信信息时，银行就能够准备有效地更新和扩展负债。而且，如果借款者偿还了负债，就没有理由将资源浪费在计算借款者资产的真实价值上。舒尔茨认为，阶段性融资通常是解决中介问题的有效方法。因此，这种融资协议意味着金融结构和金融工具期限之间不存在简单关系。

为了进一步理清已有文献，这一章关注银行导向型和市场导向型系统中，金融全球化和危机对企业融资决策的影响。我们研究新兴市场企业与世界资本市场的一体化。如果与新兴市场和发达资本市场之间的差别相比，银行导向型经济中的企业和市场导向型经济中的企业之间的差别不太重要，我们将预期，它与国际市场一体化对两种系统的企业所具有的影响类似。另外，如果银行导向型系统中的企业和市场导向型系统中的企业面临不同的融资机会，进入国际资本市场将会对它们产生不同的影响。

类似地，全球金融危机可能对两种系统的经济产生不同影响。银行导向型系统可能鼓励借款者和贷款者之间的长期关系。在危机中，银行的内部信息使它们能够继续贷款给可靠的企业。另外，当外国冲击波及国内经济时，市场倾向于变得缺乏流动性，并且对所有的企业来说价格都下降。浮躁的投资者可能很难区分能生存的企业与无法生存的企业。这些理由意味着，与市场导向型系统中的企业相比，银行导向型系统中的企业受到的全球金融危机冲击可能更少。然而，如果金融危机冲击了银行业系统，银行导向型经济中的企业将会遭遇它们的金融中介所面临的同样的困境。

9.3 数据和方法

9.3.1 数据描述

我们的样本包括的数据来自两个银行导向型国家和地区（阿根廷和
印度尼西亚）和五个市场导向型国家和地区（巴西、墨西哥、马来西 351
亚、韩国和中国台湾）。样本中的这些国家和地区特别有趣，因为它们

都在金融自由化和危机之后经历过金融衰退时期。关于企业资产负债表的数据来自两个途径，国际金融公司（IFC）的公司融资数据库和世界概览（WorldScope）。IFC 拥有关于 20 世纪 80 年代的完整数据，世界概览拥有关于 20 世纪 90 年代中期和后期的一个大数据库。数据库包括总计 1 973 家企业。剔除不符合条件的企业和样本中不足三年的企业，我们最后剩下了大概 800 家企业。

为了计算自由化之前的时期（主要是 20 世纪 80 年代）和自由化之后的时期（主要是 20 世纪 90 年代），我们将来自两种渠道的数据结合在一起。我们的样本包含 1980—1999 年上市企业每年的资产负债表。[3]德米尔古克-肯特和马克斯诺维奇（1995，1998a，b）和艾瓦吉恩等（Aivazian，2001）先前关于公司融资的研究采用了类似的数据，但那些数据只是 20 世纪 80 年代的数据。我们还增加了阿根廷的案例，它在以前尚未被研究过。

数据库包含了关于企业资本结构的详细信息，但不包括资金来源与利用的状况。我们将金融企业和银行排除在样本之外，假定关于定期存款期限结构的信息缺乏，并且我们对债务到期特别感兴趣。我们还将信息不足三年的企业从样本中剔除掉。因为只有公众公司的数据可以获得，我们主要研究大公司。[4]

为了度量企业层次的金融一体化，我们构建了进入国际债券和股票市场的指标。第一，我们利用新兴经济中的企业发行的国际债券数据。数据来自穆迪（H. Kalsi and A. Mody）、世界银行展望集团、JP 摩根的数据库。数据度量了进入国际债券市场的途径。第二，为了获得进入国际债券市场的途径，我们利用了在纽约股票交易所交易的美国存托凭证（ADRs）和在伦敦证券交易所交易的全球存托凭证（GDRs）的比例值。这个比例与在所有市场中的企业股票交易总值相对。关于 ADRs 和 GDRs 的数据来自 Bloomberg。[5]

为了度量这些经济的金融自由化，我们采用了卡明斯基和施穆克勒
352 （Kaminsky and Schmuckler，1999）构造的金融控制指数。这是一个关于金融自由化的多维定性指数。这个指数考虑对利率的控制、对企业和银行在外国市场借款的法律限制、储备要求水平和对居民获得以外国货币形式存在的资产的限制。这个指数的值越高，金融自由化水平越高。

为了检验在银行导向型和市场导向型经济中，企业的融资决策是否

不同，我们采用了德米尔古克-肯特和莱文（第三章）的标准。他们根据一国的金融部门性质来划分国家和地区。根据他们的划分，阿根廷和印度尼西亚属于银行导向型金融系统，而巴西、墨西哥、韩国、马来西亚和中国台湾属于市场导向型金融系统。

9.3.2 变量和方法

利用具有五个不同因变量的估计模型，这一章研究了企业融资结构的三个基本特征。这三个基本特征是（1）在负债和股权融资之间的选择，（2）债务期限结构，（3）在内部和外部融资之间的选择。五个因变量如下：负债—股票变量显示总负债的演变，被定义为总负债和股票账面值之间的比率；短期负债除以股权的变量说明了短期负债的演变；长期负债除以股权是长期负债和股票账面值之间的比率；第四个变量，短期负债除以总负债，说明了企业的负债期限结构行为；第五个变量，留存收益除以总负债，描述了内部融资的重要性。[6]

解释变量可以被划分为四种不同的类型：（1）特定企业性质，（2）进入国际资本市场的途径，（3）宏观经济因素（即，金融自由化、危机和金融发展），（4）国家和地区效应。第一种类型的变量关注企业的主要特征。它们实现了我们的两个研究目标。一方面，它们使我们能够分析，20 世纪 80 年代和 90 年代期间，不同的企业特点如何影响企业的融资决策。因此，我们能够将我们的结论与现有文献进行比较，现有文献只关注 20 世纪 80 年代。另一方面，这些变量作为一个更一般模型中 353
的控制变量，该模型检验金融自由化和进入国际市场如何影响企业的融资决策。

在特定企业性质中，第一个变量是企业的净固定资产的对数，它代表企业的规模。第二个变量，企业的净资产除以总资产的比率，它是有形资产指数。第三个变量描述企业获得内部资源的能力，被定义为企业的税后利率除以总资产。最后，我们还包括了一个变量反映生产混合。这是一个虚拟变量，如果企业是可交易产品的生产者则赋值 1，否则赋值 0。可交易的生产者具有能力挣得外汇税收，因此，它们可能有能力获得各种类型的融资。

第二种类型中的变量度量通过进入国际负债和股票市场扩展融资机会。表示进入国际股票和债券市场的变量是虚拟变量，如果企业在国际

资本市场发行债券则赋值 1，否则赋值 0。[7]表示进入国际股票市场的变量被定义为企业各年平均每月国际市场中交易股票相对于总交易值的比例。如果企业没有进入国际股票市场则赋值 0。

第三种类型包括影响企业融资决策的宏观经济因素。这些因素包括三个变量。第一个变量表示金融自由化。这个变量是基本的，因为它显示了经济自由化对金融结构的影响。我们采用了卡明斯基和施穆克勒（1999）构造的金融自由化指数。这个指数是经济中几个金融自由化指数的均值。这些指数包括国内金融部门自由化，也包括解除对以外国货币形式进行借款和交易的限制。这个指数值越高，金融自由化程度就越高。指数反映了以下年份各国和地区剧烈的自由化进程：阿根廷 1991 年，巴西 1990 年，墨西哥 1993 年，印度尼西亚 1992 年，马来西亚 1992 年，韩国 1993 年，中国台湾 1990 年。[8]

第二个与宏观经济因素相关的变量是表示金融危机的变量。根据墨
354 西哥危机（1995 年）和亚洲危机（1997—1998 年），我们构造了 1995 年、1997 年和 1998 年的虚拟变量。1998 年也表示了俄国危机。这些危机对经济强烈的溢出效应已经被很好地研究过。[9]

最后，我们包括了控制国有企业的国家和地区的虚拟变量。这对于更加明确先前对公司融资的研究很重要。例如，德米尔古克-肯特和马克斯诺维奇（1995）发现，国家和地区性质，例如不同国家和地区法律制度的效率和资本市场发展，在解释企业不同的资本结构方面很重要。

对于各因变量我们都进行了两次纵列回归：一次是对于银行导向型国家和地区，一次是对于市场导向型经济体。在一个单独的部分，我们获得了关于阿根廷的结论。结论显示在表 9—1～表 9—5 中。我们从最小二乘法（OLS）和组内估计（或者固定效应估计）的混合中获得结论，包括强标准差。这样，我们能够将结论与已有的关于公司融资的文献进行比较。因为组内估计控制了特定企业效应，这些模型给出企业内信息。例如，组内估计说明单个企业平均净资产的离差会影响其平均资产—负债率的离差。另外，最小二乘法估计结合了企业间和企业内的影响。混合最小二乘法估计不包含特定企业影响。那么，我们就能够包含特定国家和地区的影响和表示生产混合（企业是否生产可交易商品）的变量。这些变量无法包含在组内估计中，因为它们具有特定企业效应的完全共线性。[10]

最小二乘法估计模型如下

$$Y_{i,c,t}=n_c+p_{i,c}+\beta'X_{i,c,t}+\gamma'A_{i,c,t}+\theta'M_{c,t}+\omega_{i,c,t} \tag{9.1}$$

式中，$i=1$，…，N；$c=1$，…，C；$t=1$，…，T。

$Y_{i,c,t}$表示上面定义的五个变量，度量企业的融资决策。写在下面的i，c，t各自代表企业、国家和地区以及时间。$X_{i,c,t}$代表三个表示特定企业性质的变量。$A_{i,c,t}$代表进入国际金融市场。$M_{c,t}$代表宏观经济变量，只随着时间变化而不随企业不同而变化。n_c表示国家和地区影响。变量对国家和地区c中的所有企业赋值1。$p_{i,c}$代表生产混合。

组内估计模型如下 355

$$Y_{i,c,t}=f_{i,c}+\beta'X_{i,c,t}+\gamma'A_{i,c,t}+\theta'M_{c,t}+\varepsilon_{i,c,t} \tag{9.2}$$

式中，$f_{i,c}$是特定企业影响。我们假定误差项$\omega_{i,c,t}$和$\varepsilon_{i,c,t}$是独立分布的随机变量，均值为0，方差为$\sigma^2_{i,c,t}$。

以上估计假定解释变量外生。如果右边的一些变量是外生决定的，我们就需要利用正确的工具以避免内生偏误。如果关于公司融资的已有文献在进行估计时假定内生，那么我们的结论就可以与文献的现有结论进行比较。然而，为了控制因为内生带来的潜在偏误，并检验结论是否正确，我们估计了IV模型。

工具构造如下。如果变量连续，我们就采用同样变量的滞后值作为工具。我们采用两种滞后，以避免出现残差一阶自动更正。这种技术假定解释变量的过去值与同一时期的误差项不相关。同时，解释变量的过去值与同一时期的解释变量值相关。

除了表示进入国际债券市场的变量，虚拟变量（企业以及国家和地区的影响）没有被工具化。后一变量可能是内生的，因为它使具有一定金融结构的企业更容易发行外国债券。这个虚拟变量的过去值并不是合适的工具，因为它与同期值低度相关。因此，我们构造了一个新的工具来表示资本市场向企业所在国家和地区开放的程度。如果以下两个条件都得到满足，此工具值为1。第一，市场对国家和地区开放，也就是说，在该时期，该国家和地区至少有一家企业在国际资本市场发行债券。第二，企业是国际企业，也就是说，在考察期内或者考察期以前，企业至少发行了一次国际债券。否则，该变量值为0。假定市场开放程度与企业层次的误差不相关，同时，它与企业进入国际市场相关，这个

变量似乎是一个合适的工具。[11]

9.4 经验结论

9.4.1 程式化的事实

在继续进行计量经济学结论之前，我们对形成企业融资决策的不同比率的行为进行一般回顾。我们对比了银行导向型经济和市场导向型经济中的企业财务结构。图 9—1 描绘了银行导向型经济（阿根廷和印度尼西亚）和市场导向型经济（巴西、马来西亚、墨西哥、韩国和中国台湾）各自的平均负债—股权比率（关于总负债、短期负债和长期负债）和短期负债除以总负债的比例。图 9—1 暗示了两个关于企业融资结构的信息。

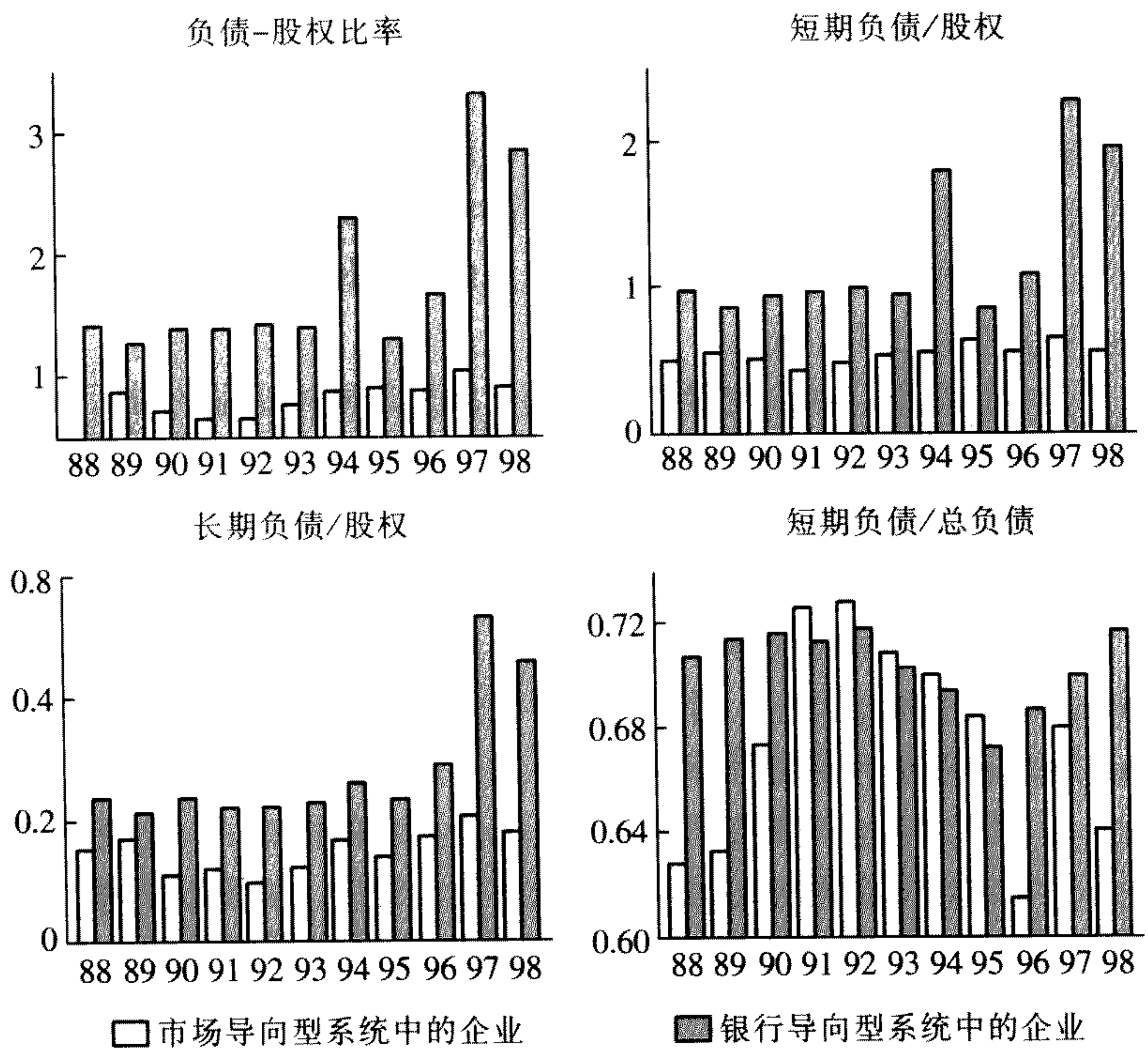


图 9—1 银行导向和市场导向金融系统

资料来源：IFC 公司金融数据库和世界概览。

注：比率是企业平均数。

第一，负债—股权比率在市场导向型国家和地区一直都比较高。 357
对于短期负债和长期负债都是如此。如果有人预计市场导向型经济的股权价值（相对于负债）更高，那么这将是让人惊奇的事实。也许，银行导向型经济受到流动性约束，因而银行无法向企业发行足够的贷款。

第二，银行导向型经济和市场导向型经济中的债务期限结构没有显著不同。如同9.1部分所讨论的，市场导向型系统更适合于向投资者提供流动性金融工具，而银行导向型系统则促进了贷款者和借款者之间的长期关系。这种发现的两个可能解释如下。第一个解释是，更高的流动性并不必然意味着短期金融工具。第二个解释与阶段性融资相关，如同舒尔茨（第四章）所解释的。这种融资并不必然意味着长期贷款关系必定需要长期金融工具，因为贷款者可能希望在不同阶段监控借款人。这些解释意味着，我们可能不能预期，市场导向型经济必然出现短期负债，而银行导向型经济必然出现长期负债。

9.4.2 计量经济学结论

计量经济学结论显示在表9—1～表9—3中。我们估计了两种回归。一种包括银行导向型经济，另一种则包括市场导向型经济。这些估计的目标是比较金融全球化和进入国际金融市场对银行导向型系统和市场导向型系统的影响。

如果市场导向型系统与银行导向型系统之间存在显著差别，那么，融入国际金融市场带来的影响也应该不同。特别是，我们可以发现表示进入国际金融市场的变量不同。这些变量用以度量本地企业参与全球负债和股票市场。因此，这些变量必然意味着向市场导向型系统的改变。回归有助于我们区分不同系统中这种影响是否有差别。

如果与新兴经济和发达经济之间的区别相比，市场导向型和银行导 361
向型系统之间的区别很小，那么进入国际金融市场对两种系统应该具有类似影响。如果我们研究极少数的国家和地区，那么就很难将任何国家和地区的特定影响从系统特定影响中分离开来。因此，应该对这些结论进行进一步研究以获得一般结论。这里提供的证据可以被视为解决这个问题的第一步。

表 9—1

银行导向型与市场导向型系统的对比(OLS)

因变量 自变量	总负债/权益		短期负债/权益		长期负债/权益		短期负债/总负债		留存收益/总负债	
	银行	市场	银行	市场	银行	市场	银行	市场	银行	市场
企业的特征										
净固定资产的对数	0.122***	0.032	0.020	−0.079*	0.102***	0.111***	−0.058***	−0.039***	−0.264	−0.028**
	(2.902)	(0.628)	(0.810)	(−1.810)	(4.189)	(5.667)	(−6.379)	(−14.378)	(−0.814)	(−5.941)
净固定资产/总资产	0.634***	1.278***	−0.474***	−1.145***	−0.159	−0.133	−0.045	−0.185***	−4.455	0.062*
	(−2.720)	(−5.588)	(−2.930)	(−5.846)	(−1.578)	(−1.569)	(−1.341)	(−11.103)	(−1.610)	(1.916)
利润/总资产	1.791***	9.539***	−0.989***	−7.625***	−0.802**	−1.913***	0.290***	0.159***	15.583**	2.951***
	(−4.743)	(−3.395)	(−3.558)	(−2.885)	(−4.820)	(−6.864)	(3.672)	(4.012)	(1.973)	(17.672)
可交易产品	−0.011	−0.112	0.052	0.183	−0.064	−0.295***	0.092**	0.077***	0.805	0.019**
	(−0.082)	(−0.377)	(0.656)	(0.665)	(−0.677)	(−4.220)	(2.509)	(7.448)	(0.523)	(2.040)
渠道										
进入国际债券	0.220**	0.329	−0.011	−0.048	0.231***	0.377***	−0.139***	−0.163***	−0.540	0.019*
市场的渠道	(2.070)	(1.553)	(−0.147)	(−0.354)	(3.552)	(3.494)	(−4.607)	(−7.790)	(−0.635)	(1.846)
进入国际股票	0.486	0.000	0.412	0.000*	0.075	0.000	−0.041	0.000***	−3.835	−0.039
市场的渠道	(1.597)	(1.520)	(1.564)	(1.924)	(0.556)	(0.943)	(−0.621)	(4.041)	(−0.966)	(−1.027)
金融自由化和危机										
金融自由化	−0.558**	−0.694**	−0.209	−0.134	−0.349***	−0.560***	0.262***	0.070***	−1.533	0.097***
	(−2.522)	(−2.058)	(−1.320)	(−0.480)	(−3.149)	(−3.935)	(4.413)	(4.473)	(−0.454)	(3.108)
墨西哥危机	0.114	−0.351	0.099	−0.361	0.015	0.011	0.014	−0.033***	7.079	−0.356
—1995	(1.172)	(−1.126)	(1.174)	(−1.225)	(0.369)	(0.304)	(0.597)	(−2.641)	(1.064)	(−0.252)

续前表

因变量	总负债/权益		短期负债/权益		长期负债/权益		短期负债/总负债		留存收益/总负债	
自变量	银行	市场	银行	市场	银行	市场	银行	市场	银行	市场
亚洲危机	0.295	1.314***	0.141	0.798*	0.154	0.516***	−0.011	−0.021	−2.305	0.031
—1997	(1.436)	(2.728)	(1.371)	(1.816)	(0.990)	(4.420)	(−0.306)	(−1.545)	(−1.215)	(1.043)
亚洲危机	0.274**	1.343**	0.100	0.763	0.174**	0.580**	−0.050	−0.032	−0.548	0.013
—1998	(2.093)	(2.094)	(1.203)	(1.422)	(2.428)	(2.400)	(−1.648)	(−1.555)	(−0.408)	(0.340)
国家和地区影响										
阿根廷	−0.114		−0.298**		0.184*		−0.194***		5.282	
	(−0.665)		(−2.538)		(1.963)		(−4.687)		(1.414)	
巴西		−1.701***		−1.437**		−0.264***		−0.112***		0.144***
		(−2.875)		(−2.574)		(−3.395)		(−8.166)		(5.446)
韩国		0.583		0.436		0.147		−0.018		0.302***
		(1.277)		(1.076)		(1.031)		(−1.096)		(9.958)
马来西亚		−1.338***		−1.138***		−0.200***		−0.069***		0.029
		(−2.928)		(−2.659)		(−2.643)		(−5.350)		(1.149)
墨西哥		−1.386***		−0.799**		−0.587***		0.064***		
		(−3.214)		(−2.130)		(−3.860)		(3.040)		
C	1.437**	4.406***	1.271***	3.320***	0.165	1.086***	0.713***	0.965***	4.382	−0.103
	(2.313)	(10.811)	(2.853)	(10.712)	(0.567)	(5.275)	(5.894)	(32.474)	(0.584)	(−1.540)
调整的 R2	0.120	0.040	0.101	0.022	0.113	0.164	0.205	0.236	0.007	0.341
企业数目	143	656	143	656	143	656	143	656	139	619
观察值数目	821	5 316	821	5 316	821	5 316	821	5 316	740	5 073

注释：①强标准误：对异方差的怀特修正（White correction）。印度尼西亚和泰国分别作为银行导向型和市场导向型系统的基准国家。括号中是 t 值。银行导向型国家：阿根廷和印度尼西亚。市场导向型国家：巴西，马来西亚，墨西哥，韩国及泰国。

②*，**，***分别表示 10%、5%和 1%的置信水平。

表 9—2　　**银行导向型与市场导向型系统之间的对比(之间)**

因变量 自变量	总负债/权益		短期负债/权益		长期负债/权益		短期负债/总负债		留存收益/总负债	
	银行	市场	银行	市场	银行	市场	银行	市场	银行	市场
企业的特征										
净固定资产的对数	0.064	−0.063	−0.040	−0.070	0.103	0.007	−0.026*	−0.019***	−0.478	−0.023***
	(0.461)	(−1.104)	(−0.539)	(−1.402)	(1.372)	(0.380)	(−1.954)	(−5.997)	(−1.083)	(−3.118)
净固定资产/总资产	0.148	−0.263	0.083	−0.134	0.065	−0.129	−0.035	−0.097***	−0.372	0.107
	(0.973)	(−0.638)	(0.997)	(−0.395)	(0.680)	(−0.863)	(−1.169)	(−3.138)	(−0.253)	(1.518)
利润/总资产	−2.163***	−8.457**	−1.234***	−6.984**	−0.929***	−1.473***	0.108	0.195***	−6.944	3.117***
	(−4.265)	(−2.484)	(−4.079)	(−2.168)	(−3.157)	(−4.481)	(0.963)	(4.610)	(−0.483)	(17.090)
渠道										
进入国际债券	0.049	0.079	−0.072	−0.161	0.120**	0.240***	−0.052**	−0.100***	1.081	−0.021**
市场的渠道	(0.649)	(0.413)	(−1.361)	(−0.991)	(1.976)	(3.889)	(−2.175)	(−6.779)	(1.200)	(−2.277)
进入国际股票	0.045	0.000	0.017	0.000	0.027	0.000	−0.049	0.000	−0.104	0.000
市场的渠道	(0.288)	(1.075)	(0.240)	(1.221)	(0.252)	(0.805)	(−1.082)	(0.492)	(−0.030)	(−1.049)
金融自由化和危机										
金融自由化	−0.410	−0.515**	−0.125	−0.400**	−0.285	−0.115	−0.015	0.025	−3.588	0.102***
	(−0.935)	(−2.040)	(−0.547)	(−2.233)	(−1.135)	(−0.820)	(−0.219)	(1.620)	(−0.744)	(2.923)
墨西哥危机	0.111	−0.104	0.082	−0.144	0.029	0.040	−0.003	−0.027***	6.477	0.001

续前表

因变量 自变量	总负债/权益		短期负债/权益		长期负债/权益		短期负债/总负债		留存收益/总负债	
	银行	市场	银行	市场	银行	市场	银行	市场	银行	市场
—1995	(1.285)	(−0.583)	(1.319)	(−0.874)	(0.656)	(1.204)	(−0.149)	(−3.141)	(1.289)	(0.068)
亚洲危机	0.327**	1.323*	0.167***	0.725	0.160	0.598***	−0.028	−0.014	0.142	0.045
—1997	(1.969)	(1.832)	(2.650)	(1.075)	(1.130)	(5.357)	(−1.007)	(−1.507)	(0.082)	(1.570)
亚洲危机	0.256**	1.631***	0.099	1.095**	0.157**	0.536**	−0.067***	−0.006	1.535	0.017
—1998	(2.390)	(2.809)	(1.598)	(2.292)	(2.443)	(2.359)	(−2.682)	(−0.394)	(1.048)	(0.507)
调整的 R2	0.441	0.162	0.563	0.138	0.242	0.410	0.572	0.606	0.083	0.476
固定效益	4.273***	2.179***	7.037***	2.091***	1.969***	4.437***	5.982***	8.814***	1.433***	3.100*
卡^2-Hausman	0.302	0.209	0.294	0.417	0.253	525.41***	4.564	16.124***	4.1196**	1.150
企业数目	143	656	143	656	143	656	143	656	139	619
观察值数目	821	5 316	821	5 316	821	5 316	821	5 316	740	5 073

注释：强标准误：对异方差的怀特修正。括号中是 t 值。

*，**，*** 分别表示 10%、5% 和 1% 的置信水平。

表 9—3 银行导向型与市场导向型系统(工具变量)

因变量 自变量	总负债/权益		短期负债/权益		长期负债/权益		短期负债/总负债		留存收益/总负债	
	银行	市场	银行	市场	银行	市场	银行	市场	银行	市场
企业的特征										
净固定资产的对数	0.181^{***}	−0.039	0.032	-0.157^{**}	0.149^{***}	0.118^{***}	-0.056^{***}	-0.034^{***}	0.432	-0.062^{***}
	(2.932)	(−0.508)	(0.880)	(−2.354)	(4.344)	(4.617)	(−4.525)	(−7.201)	(1.103)	(−5.801)
净固定资产/总资产	-1.625^{***}	-1.762^{***}	-0.926^{***}	-1.454^{***}	-0.699^{***}	-0.308^{**}	−0.019	-0.204^{***}	−12.371	0.148^{***}
	(−4.211)	(−5.773)	(−4.419)	(−5.926)	(−2.808)	(−2.314)	(−0.213)	(−8.396)	(−1.528)	(3.166)
利润/总资产	-2.523^{**}	-20.364^{***}	-1.415^{*}	-16.185^{***}	-1.098^{*}	-4.179^{***}	0.249	0.183	37.242	2.245^{***}
	(−2.274)	(−4.613)	(−1.950)	(−3.880)	(−1.880)	(−6.526)	(0.989)	(1.409)	(1.262)	(6.081)
可交易产品	−0.030	0.330	0.096	0.577	−0.125	-0.247^{***}	0.100^{*}	0.080^{***}	0.097	0.048^{***}
	(−0.101)	(0.837)	(0.722)	(1.569)	(−0.613)	(−3.094)	(1.716)	(6.421)	(0.048)	(3.142)
渠道										
进入国际债券	1.273^{***}	0.784	0.552^{*}	0.261	0.722^{***}	0.523^{***}	-0.423^{***}	-0.334^{***}	−10.194	0.155^{***}
市场的渠道	(2.674)	(0.917)	(1.739)	(0.326)	(3.044)	(2.669)	(−4.070)	(−6.578)	(−1.207)	(3.866)
进入国际股票	0.646	0.000^{*}	0.559	0.000	0.087	0.000	0.312	0.000^{*}	8.083	0.000
市场的渠道	(0.395)	(1.671)	(0.618)	(1.579)	(0.110)	(1.614)	(1.428)	(1.961)	(0.934)	(1.386)
金融自由化和危机										
金融自由化	−0.860	−0.542	−0.566	−0.051	−0.294	-0.491^{***}	0.611	0.023	19.41	0.158^{***}
	(−0.892)	(−1.142)	(−0.639)	(−0.124)	(−0.728)	(−2.790)	(1.143)	(1.165)	(1.345)	(4.566)

续前表

因变量 自变量	总负债/权益		短期负债/权益		长期负债/权益		短期负债/总负债		留存收益/总负债	
	银行	市场	银行	市场	银行	市场	银行	市场	银行	市场
墨西哥危机	0.139	−0.798	0.119	−0.719	0.019	−0.079	0.001	−0.029*	6.137	0.004
—1995	(1.150)	(−1.277)	(1.298)	(−1.212)	(0.350)	(−1.583)	(0.023)	(−1.844)	(1.002)	(0.222)
亚洲危机	0.326	0.873	0.145	0.435	0.181	0.438***	−0.018	−0.028*	−4.475	0.029
—1997	(1.465)	(1.293)	(1.355)	(0.688)	(1.093)	(3.734)	(−0.472)	(−1.828)	(−1.510)	(0.883)
亚洲危机	0.353**	0.664	0.160	0.392	0.194**	0.272***	−0.051	−0.025	−3.301	0.016
—1998	(2.110)	(0.984)	(1.460)	(0.609)	(2.436)	(2.633)	(−1.484)	(−1.205)	(−1.095)	(0.420)
国家和地区影响										
阿根廷										
巴西	0.068	−2.445***	−0.242	−2.142***	0.310**	−0.303***	−0.249**	−0.119***	9.034	0.046
	(0.226)	(−2.896)	(−1.069)	(−2.691)	(2.038)	(−2.600)	(−2.567)	(−6.433)	(1.367)	(1.161)
韩国		0.040		0.000		0.040		−0.062***		0.411***
		(0.052)		(0.000)		(0.228)		(−2.698)		(10.556)
马来西亚		−1.789***		−1.637***		−0.152		−0.088***		−0.054
		(−2.694)		(−2.637)		(−1.419)		(−4.856)		(−1.291)
墨西哥		−1.530*		−0.877		−0.653***		0.062**		
			(−1.941)		(−1.214)		(−3.432)		(2.151)	
C	1.808	5.376***	2.020	4.336***	−0.212	1.039***	−0.041	1.030***	−45.677	0.034
	(0.884)	(7.402)	(1.105)	(7.139)	(−0.240)	(3.692)	(−0.036)	(25.755)	(−1.340)	(0.408)
调整的 R2	0.074	0.030	0.047	0.017	0.096	0.160	0.196	0.21	−0.003	0.329
企业数目	143	656	143	656	143	656	143	656	139	619
观察值数目	543	3 899	543	3 899	543	3 899	543	3 899	524	3 796

注释:强标准误:对异方差的怀特修正。印度尼西亚和泰国分别作为银行导向型与市场导向型系统的基准国家。括号中是 t 值。银行导向型国家:阿根廷和印度尼西亚。市场导向型国家:巴西,马来西亚,墨西哥,韩国和泰国。工具变量是关于企业特征的滞后解释变量(除了贸易厂商变量),进入国际股权市场的变量的滞后值,以及进入债券市场的国家的指标。

除了其他含义，金融自由化变量还表示了国内金融部门的放松管制。在这一过程中，经济转向了以市场激励为基础的金融中介。然而，金融自由化并不必然表示向市场导向型系统转化（如同第三章所描述的）。金融自由化可以导致竞争性银行业部门的发展。结果，预期对各系统进行回归中的变量具有特定差别就不太直接了。此变量的影响将依赖于金融自由化后果的发展。

结果显示，银行导向型和市场导向型系统中，特定企业性质都会影响财务结构。在两种系统中，随着企业规模扩大，负债期限结构都会展期。在市场导向型系统中，短期负债和长期负债都会随着规模变化，虽然对短期负债的影响不太强烈。在银行导向型系统中，只有长期负债和负债—股权比率会随着规模扩大而增长。

假定企业越大就越确定，我们可能会认为，在市场导向型系统中，这些企业会发行风险较低的有价证券。结果，企业能够将它们的期限结构转变为长期。较大的企业会增加长期负债而减少短期负债。而且，较大的企业内部融资水平较低。在银行导向型系统中，有人会讨论阶段性融资的角色。随着企业成长，并在市场上建立了稳定地位，银行就不需要花费资源来定时控制它们。结果，长期负债和负债—股权比率与企业规模正相关。

对于有形资产，银行导向型和市场导向型的杠杆比率没有明显不
364 同。在市场导向型系统中，具有有形资产的企业拥有较长的负债期限结构和更高的内部融资比率。在银行导向型系统和市场导向型系统中，利润除以总资产对财务结构的影响没有区别。最后，对于企业的性质，结论显示，可交易产品生产者偏爱短期的期限结构。除了市场导向型系统中，可交易产品生产者具有较高的内部融资水平外，银行导向型和市场导向型经济不存在区别。

对于市场导向型和银行导向型金融系统，进入债券市场都增加了长期负债，并扩展了负债期限结构。结论不仅在企业间没有区别，而且在给定企业中也没有区别。在银行导向型和市场导向型金融系统中，进入债券市场的公司似乎有同样的反应。在银行导向型系统中，最小二乘法和 IV 估计显示，进入国际债券市场的企业也提高了负债—股权比率，这意味着它们并不只是用债券替代银行负债。结论显示，如果随着企业进入国际债券市场，它们会提高财务杠杆，银行导向型系统似乎受到流动性约束。而且，组内回归显示，在市场经济中，进入国际债券市场的企业降低了内部融资。

金融自由化变量与市场导向型经济的短期负债和长期负债都负相关。然而，负债期限结构会转向短期，并且内部融资会增加。

考虑危机变量，除了市场导向型系统中期限结构增加外，墨西哥危机对资本结构并没有产生大小相当的影响。在亚洲危机期间，市场导向型经济首先受到影响，在 1997 年财务杠杆比率增加最大。在 1998 年间，两种系统都受到了影响。然而，银行导向型系统能够提供负债期限结构。危机期间上升的利率似乎在更高的负债—股权比率之后。短期负债以更高的利率水平发行。长期负债则是在浮动利率下增加。

9.5 阿根廷案例

这一部分研究阿根廷案例的细节。[12]如同 9.1 部分所提到的，这一部分因为很多理由值得研究。第一，阿根廷在 20 世纪 90 年代早期经 365
历了急剧的金融自由化进程。第二，阿根廷从 1991 年开始加入货币区系统，资产和负债以比索和美元形式合法持有。美元负债占总负债的很大比例，这意味着高度的美元化。第三，一些阿根廷企业与世界金融市场迅速一体化。第四，阿根廷遭遇了墨西哥、亚洲和俄罗斯危机的溢出效应。第五，阿根廷金融系统在 20 世纪 90 年代中期因为外国银行的加入而得到巩固。第六，关于阿根廷公司的宏观经济数据在以前的文献中从未被研究过。第七，与我们样本中的其他国家和地区不同，存在关于阿根廷企业负债货币表示的问题。

为了研究阿根廷，我们同样采用了本章其余部分使用的方法。关于阿根廷的结果见表 9—4 和表 9—5。结论小结如下。

9.5.1 企业专用性质和金融结构

证据表明，较大的企业会提高其财务杠杆。这与东亚的情况相反，东亚较大的企业会增加长期负债而减少短期融资。数据还显示，在一个给定的企业中，规模的改变与短期融资的增加正相关。在东亚和拉丁美洲数据都表明，企业资产的增加与短期负债负相关。最后，较大的企业会扩展其负债期限结构。阿根廷的这种情况与新兴经济的普遍情况和先前文献一致。较大的企业较容易进入信贷市场，尤其是获得长期负债。

表 9—4

阿根廷

因变量 自变量	总负债/权益		短期负债/权益		长期负债/权益		短期负债/总负债		留存收益/总负债	
	OLS	within	OLS	within	OLS	within	OLS	within	OLS	within
企业的特征										
净固定资产的对数	0.263***	0.605***	0.136***	0.355***	0.127***	0.119	−0.088***	−0.299***	−0.356	0.189
	(4.406)	(2.851)	(3.114)	(2.828)	(4.485)	(1.288)	(−2.842)	(−2.884)	(−0.338)	(0.157)
净固定资产/总资产	1.177***	−0.007	0.786***	−0.373	−0.398***	0.536	0.070	−0.148	−5.048	6.515
	(−5.188)	(−0.008)	(−4.644)	(−1.153)	(−4.080)	(0.913)	(0.754)	(−0.741)	(−1.029)	(0.939)
利润/总资产	1.681***	−1.748***	1.112***	−1.240***	−0.571**	−0.495	−0.099	0.101	16.931**	15.944
	(−3.124)	(−3.197)	(−2.949)	(−4.416)	(−2.258)	(−1.186)	(−0.677)	(−0.475)	(2.476)	(1.429)
可交易产品	−0.155		0.020		−0.176		0.038		−0.493	
	(−1.034)		(0.270)		(−1.484)		(0.721)		(−0.253)	
企业年限	0.001	0.039*	−0.003	0.013	0.002**	0.028*	−0.004	0.011	−0.031	0.771
	(0.746)	(1.816)	(−0.260)	(1.088)	(2.081)	(1.921)	(−0.812)	(1.015)	(−1.082)	(1.292)
国内流通负债								0.406***	0.315***	
								(6.724)	(3.110)	
渠道										
进入国际债券	0.096	−0.005	−0.033	−0.065	0.127**	0.064	−0.099*	−0.044	0.009	0.529

续前表

因变量 自变量	总负债/权益		短期负债/权益		长期负债/权益		短期负债/总负债		留存收益/总负债	
	OLS	within	OLS	within	OLS	within	OLS	within	OLS	within
市场的渠道	(0.997)	(−0.072)	(−0.507)	(−1.347)	(2.063)	(1.273)	(−1.755)	(−1.203)	(0.011)	(0.635)
进入国际股票	−0.032	−0.140	−0.103	−0.061	0.092	−0.101	−0.07	0.108*	−0.930	0.486
市场的渠道	(−0.209)	(−1.059)	(−1.223)	(−1.005)	(1.075)	(−0.898)	(−0.601)	(1.849)	(−0.585)	(0.170)
金融自由化和危机										
金融自由化	0.739***	−2.065***	0.348***	−1.267***	−0.390***	−0.432*	0.511***	0.000	2.578	−2.342
	(−4.145)	(−4.003)	(−3.078)	(−3.906)	(−3.848)	(−1.806)	(4.821)	(0.000)	(0.715)	(−0.274)
墨西哥危机	0.108	−0.008	0.148	0.051	−0.037	−0.048	0.219***	0.142***	1.301	1.064
—1995	(0.926)	(−0.125)	(1.356)	(1.096)	(−0.870)	(−1.156)	(4.956)	(2.774)	(0.593)	(0.443)
亚洲危机	0.269	0.008	0.221	0.099	0.055	−0.080			−1.303	−3.948
—1997	(1.507)	(0.046)	(1.510)	(0.936)	(0.846)	(−0.747)			(−0.822)	(−1.447)
亚洲危机	−0.055	−0.176	−0.048	0.001	0.009	−0.162			0.445	−3.100
—1998	(−0.372)	(−0.679)	(−0.601)	(0.017)	(0.108)	(−0.900)			(0.386)	(−0.921)
C	0.982**		0.574**		0.416		0.000		1.874	
	(2.146)		(2.314)		(1.497)		(0.000)		(0.261)	
调整的 R^2	0.113	0.563	0.116	0.713	0.075	0.291	0.344	0.714	0.010	0.089
		14.910**		14.205**		16.781***		16.141***		8.866**
企业数目	63	63	63	63	63	63	60	60	63	63
观察值数目	341	341	341	341	345	345	228	228	277	277

表 9—5　　阿根廷（工具变量）

因变量 自变量	总负债 /权益	短期负债 /权益	长期负债 /权益	短期负债 /总负债	留存收益 /总负债
企业的特征					
净固定资产的对数	0.128	0.003	0.119***	−0.080**	0.092
	(1.367)	(0.041)	(2.598)	(−2.114)	(0.076)
净固定资产/总资产	−1.173**	−0.608***	−0.576**	0.176	−7.960
	(−3.131)	(−3.027)	(−2.223)	(1.491)	(−1.299)
利润/总资产	−2.712***	−1.488**	−1.250***	−0.040	27.634**
	(−2.637)	(−2.109)	(−2.691)	(−0.125)	(2.213)
可交易产品	−0.119	0.108	−0.224	0.056	−0.806
	(−0.465)	(0.905)	(−1.091)	(0.840)	(−0.391)
企业年限	0.000	−0.001	0.002*	0.000	−0.030
	(0.058)	(−0.820)	(1.778)	(−0.015)	(−1.078)
国内流通负债				0.439***	
				(5.235)	
渠道					
进入国际债券市场的渠道	1.047***	0.638**	0.424**	−0.186*	−0.877
	(2.940)	(2.378)	(2.243)	(−1.961)	(−0.328)
进入国际股票市场的渠道	−0.635	−0.521	−0.052	0.000	0.541
	(−1.238)	(−1.562)	(−0.276)	(0.000)	(0.217)
金融自由化和危机					
金融自由化	−0.497**	−0.178	−0.318***	0.000	2.030
	(−2.410)	(−0.945)	(−2.655)	(0.000)	(0.545)
墨西哥危机—1995	0.217	0.225*	−0.006	0.203***	0.786
	(1.613)	(1.837)	(−0.106)	(3.828)	(0.360)
亚洲危机—1997	0.321	0.264	0.069		−1.530
	(1.647)	(1.644)	(0.935)		(−0.916)
亚洲危机—1998	−0.060	−0.039	0.006		0.224
	(−0.314)	(−0.378)	(0.056)		(0.160)
C	1.456*	1.074*	0.426	1.009***	0.904
	(1.752)	(1.670)	(1.057)	(3.610)	(0.103)
调整的 R^2	0.050	0.027	0.060	0.362	−0.011
企业数目	63	63	63	60	63
观察值数目	278	278	282	167	274

固定净资产份额较大的企业会通过减少短期负债和长期负债来降低财务杠杆。这种效应在企业内并不显著。在这一点上，阿根廷企业的行

为与东亚企业的行为更加类似。在其他拉丁美洲国家和地区，固定净资产份额较大的企业会减少短期负债。它们不会减少长期融资。这种影响对于期限结构而言并不明确，所以很难确认阿根廷企业的资产和负债期限结构是否匹配。

在阿根廷，更高的利润与财务杠杆负相关。这种关系在企业内和企业间都存在——通过最小二乘法和固定效应估计。盈利能力更强的企业 370
会增加内部融资。这些结论与其他新兴经济的情况具有可比性。

9.5.2 货币命名和负债期限

负债货币命名的结果非常有趣。最重要的结果是，以比索命名的负债比例越高，负债期限结构越短。这个结果在最小二乘法、企业间和IV回归中有显著统计。阿根廷经济在20世纪80年代经历过长期而严重的通货膨胀，它导致了被称为短视的现象，这些发现与这一事实一致。这与长期的本国货币合同市场的稀少，有时甚至没有的情况有关。[13]数据显示，允许经济人合法持有美元资产和负债延长了阿根廷企业的负债期限结构。[14]

9.5.3 进入国际市场

有证据表明进入国际债券市场增加了长期融资，扩展了负债期限结构。这与其他新兴经济的证据一致。

通过外国银行的强烈加入，阿根廷的金融部门得到巩固，发生了金融自由化。在很多案例中，后者替代了国内金融中介。在相似条件下，国际资本市场会提供贷款，而这些新的国际银行可能不提供。因此，企业依然会从进入外国债券市场中受益。证据表明，允许国际金融代理机构在国内市场开设运营似乎不等价于允许企业直接进入国际资本市场。

9.5.4 金融自由化和危机

如同在东亚，金融自由化似乎一般会降低财务杠杆。在阿根廷的案例中，有证据表明短期负债和长期负债都减少。阿根廷的期限结构转向了短期。这与其他新兴经济的经历一致。墨西哥危机缩短了阿根廷的负 371
债期限结构，这与其他拉丁美洲国家和地区的经历相反。

9.6 结　论

遵循关于银行导向型和市场导向型金融系统优劣的讨论，这一章分析了多国宏观经济数据。本章研究银行导向型和市场导向型经济中融资决策和企业性质之间的关系是否不同。我们也研究两种类型的系统中金融一体化和危机对融资决策的影响是否不同。我们采用了来自东亚和拉丁美洲新兴经济的非金融企业数据。我们关注财务杠杆、负债到期以及外部与内部融资决策以研究财务结构。

结论显示，在银行导向型和市场导向型系统中，特定企业性质对金融结构都有影响。期限结构与企业规模正相关。在市场导向型系统中，企业能够将其期限结构转化为长期，并具有较低的内部融资水平。在银行导向型系统中，长期负债和负债—股权比率与企业规模正相关。在银行导向型和市场导向型系统中，有形资产和企业的利润在财务杠杆比率方面并没有显著不同。

假定我们样本中的国家和地区精确地显示出银行导向型和市场导向型经济，结论显示，融入国际资本市场对所有新兴经济的影响类似。也就是说，新兴市场和发达市场之间的不同似乎比银行导向型和市场导向型经济之间的不同更重要。进入国际债券市场增加了两种类型系统的期限结构。数据还显示，进入债券市场增加了银行导向型经济的财务杠杆，这意味着它们的国内金融部门可能受到流动性约束。

考虑危机变量，墨西哥危机对资产结构的影响不成比例，除了市场导向型经济中的期限结构有所增加。这可能是因为短期合同不可更新和
372 长期合同浮动利率的存在。亚洲危机似乎首先影响了市场导向型经济。

我们关注阿根廷的案例，它以前从未被分析过。结果显示，与一般证据一致，较大的阿根廷企业扩展了它们的负债期限结构。与其他新兴经济相反，较大的企业也增加了短期负债。如同其他国家和地区，盈利能力更强的企业降低了财务杠杆并增加了内部融资。进入国际债券市场扩展了负债期限结构，而进入国际股票市场则具有相反的影响。与东亚经历一致，金融自由化降低了负债—股权比率并缩短了负债期限结构。与其他新兴经济相反，墨西哥危机降低了负债期限结构。最后，我们发现，负债货币表示和期限结构之间存在强烈关系。为了扩展期限结构，

企业会签订外国货币负债。

这些结论意味着，银行导向型和市场导向型新兴经济之间的区别不如新兴市场和发达市场之间的区别重要。国际资本市场融资对银行导向型和市场导向型系统中的企业影响类似。来自阿根廷的结论显示，企业需要获得外国货币贷款以获得长期融资。而且，稳健的银行业部门的发展并不保证足够的融资机会。

我们可以下结论，新兴市场（无论是银行导向型还是市场导向型）的金融部门需要进一步发展，并且能够从融入国际市场中获得潜在收益。金融一体化能够对进入国际市场的企业提供长期融资。发展银行导向型或者市场导向型系统的决定似乎是次要的。余下的重要问题是如何一体化，并对没有进入国际市场的企业提供更好的融资机会。

附录 9.1　各国可获得的企业数量和期间 373

表 9A—1　　各国企业数量和适用期间

国家和地区	时期	企业数量
阿根廷	1988—1999	73
巴西	1985—1998	264
印度尼西亚	1989—1998	185
马来西亚	1983—1998	561
墨西哥	1981—1998	202
韩国	1980—1998	410
泰国	1980—1999	278

参考文献

Aivazian, V., L. Booth, A. Demirgüç-Kunt, and V. Maksimovic. 2001. Capital structures in developing countries. *Journal of Finance* 56 (1): 87-130. 374

Bhide, A. 1993. The hidden costs of stock market liquidity. *Journal of Financial Economics* 34: 31-51.

Demirgüç-Kunt, Asll, and Ross Levine. 1997. Financial structure and eco-

nomic development. Mimeo, Policy Research Department, World Bank.

Demirgüç-Kunt, Asll, and V. Maksimovic. 1995. Stock market development and firm financing choices. Working Paper 1 461, Policy Research Department, World Bank.

Demirgüç-Kunt, Asll, and V. Maksimovic. 1998a. Institutions, financial markets, and firm debt maturity. Mimeo, Policy Research Department, World Bank.

Demirgüç-Kunt, Asll, and V. Maksimovic. 1998b. Law, finance, and firm growth. *Journal of Finance* 53: 2107-2137.

Gallego, F., and N. Loayza. 2000. Financial structure in Chile. Mimeo, Central Bank of Chile.

Heymann, D., and A. Leijonhufvud. 1995. *High inflation*. Oxford and New York: Oxford University Press, Clarendon.

Jaramillo, F., and F. Schiantarelli. 1996. Access to long-term debt and effects on firms'performance: Lessons from Ecuador. Mimeo, Policy Research Department, World Bank.

375 Kaminsky, G., and S. Schmukler. 1999. On financial booms and crashes: Regional patterns, time patterns, and financial liberalization. Mimeo, Policy Research Department, World Bank.

Neumeyer, P. 1999. *Inflation-stabilization risk in economies with incomplete markets. Journal of Economic Dynamics and Control* 23: 371-391.

Samuel, C. 1996. The stock market as a source of finance: A comparison of U. S. and Indian firms. Working Paper 1 592, Policy Research Department, World Bank.

Schiantarelli, F., and V. Srivastava. 1996. Debt maturity and firm performance: A panel study of indian public limited companies. Mimeo, Policy Research Department, World Bank.

Schmukler, S., and E. Vesperoni. 2000. Globalization and firms'financing choices: Evidence from emerging economies. Mimeo, Policy Research Department, World Bank.

【注释】

[1] 请注意，本章的术语融资决策在公司治理领域也称为资本结构。然而，后一术语也被用于表示金融系统的不同组成——例如，银行导向型与市场导向型金融系统。

[2] 见德米尔古克-肯特和莱文（1997）。

[3] 附录9.1显示了样本中涉及的各个国家和地区的企业数量和期间。

[4] 存在公开交易企业的数据，因为企业必须按时向各国的股票市场当局提交它们的资产负债表。其他企业的会计标准有些不同，没有集中的代理机构收集这些数据。如果数据存在，来分析这些企业将会是十分有趣的。

[5] 假定数据可以获得，那么我们可以获得国际市场上股票交易的比例，但却很难获得债券交易值的比例。这就是为什么我们采用一个虚拟变量来表示进入国际债券市场。而且，不存在关于 ADRs 和 GDRs 数量的公开数据。这是我们采用交易值来代表进入国际股票市场的理由。

[6] 取代留存收益/总负债，度量留存收益的理想变量是留存收益/总投资。然而，因为缺乏企业流量状况的详细信息，我们无法恰当定义相关流量之间的比率。于是，我们选择度量留存收益数量比外部负债数量。注意，关于墨西哥企业的留存收益数据不可获得。

[7] 注意，如果某一时期企业发行国际负债，变量就赋值1。

[8] 为了检验结论的可信程度，我们也采用了一个虚拟变量来取代金融自由化指数。这个虚拟变量在上面显示的时间之后赋值1。本质上结果是一样的。所以，我们只显示了一套结果。

[9] 文献见http://www.worldbank.org/research/interest/confs/past/paperfeb3-4/agenda.htm。

[10] 估计值包括每个企业的一个虚拟变量。所以，特定企业性质不随时间变化，并且，国家和地区变量将与企业虚拟变量完美线性拟和。

[11] 其他类似的工具变量估计值产生了可比较的结果。进一步的研究将提出可选择的工具，并进一步检验结论的可信程度，但至今为止，既有的文献都没有提出更好的工具来解决潜在的外生偏误问题。

[12] 其他既有的文献也描述了国家和地区经历。加拉米罗和希思塔瑞利（Jaramill and Schiantarelli，1996）研究了厄瓜多尔，希思塔瑞利和斯雷瓦斯塔瓦（Schiantarelli and Srivastava，1996）和塞缪尔涉及了印度的案例，加里格和罗扎（Gallego and Loayza，2000）分析了智利的案例。

[13] 例如，见 Heymann and Leijonhufvud（1995）和 Neumeyer（1999）。

[14] 注意，因为对负债流通命名的数据显著限制了样本，所以当我们期望获得意味深长的效果时，我们在回归中就只包括了这个变量。

10. 企业集团、金融自由化和增长：印度尼西亚案例

安迪·崔

谢里登·蒂特曼

K·C·约翰·卫

10.1 导　言

377 一般来说，与发达国家和地区相比，发展中国家和地区的资本成本更高，而劳动力成本更低。泛泛的证据表明，劳动力成本并不低，因为人力资本缺乏。的确，在大多数发展中国家和地区，工程师、电脑科学家和其他技术人员的工资只相当于南美和欧洲发达国家和地区同等技术人员的一部分。对劳动力收入明显不同的另一个更引人注目的解释是发展中国家和地区资本短缺。这在公共部门（例如，公共基础设施发展）和私人部门（例如，电脑、电话等）都是事实。

传统经济模型认为，在没有摩擦的条件

下，资本能够流向资本边际收益最高的地方。

资本流动会使各国资本成本趋向一致，类似地，这也会使劳动力成本趋向一致。然而，从历史上看，还是存在有很多对资本自由流动的阻碍的。

全球金融自由化很大程度上减少了对资本自由流动的阻碍，并鼓励了国内投资。亨利（Henry，2000）最近的一篇论文谨慎检验了 12 个主动向外国投资者开放它们的股票市场的发展中国家和地区，他的确发现，这些国家和地区的私人投资水平有了显著增长。他还发现，在准备将它们的资本市场向外国投资者开放的 8 个月间，这些自由化国家和地区的股票市场经历了正的非正常收益。虽然亨利的样本中没有包括印度 378
尼西亚，但罗尔（Roll，1995）早期的论文发现，1988 年 12 月，当放松了对印尼股票外国所有权的限制时，印尼的股票价格几乎翻了一倍。

有很多原因让我们预期金融自由化会促进经济增长，日益增多的文献认为，一国金融部门的自由化和发展与总体经济增长率之间存在强烈关系。[1]然而，至少有两个理由促使我们对这些证据谨慎解释。第一个原因与相反的因果关系有关[2]，当一国的资本边际收益很高时，其金融市场自由化的动机最强烈，此时问题就出现了。第二个原因是金融改革一般与其他改革一同发生，而其他的改革也可能影响投资和增长率。例如，在 20 世纪 90 年代，伴随着印尼金融改革，我们也观察到很多管制的解除与私有化，它们也有助于投资增加和经济增长。

作为寻找上面提到的可能的内生问题的第一步，很值得思考为什么这么多的发展中国家和地区在 20 世纪 80 年代后期和 90 年代前期开始进行金融市场自由化。特别是，我们必须问，如果它们的经济能够从进入外国股票资本中获得好处，那么为什么必要的金融改革没有更早发生。例如，为什么印尼必须等到 20 世纪 80 年代后期才开始进行金融市场自由化？

虽然对这个重要问题存在很多潜在答案，但这一研究的关注点相对狭窄。实质上，我们将会比较 1988 年末开始的印尼金融自由化之后两种类型企业的财务绩效。确切地讲，我们比较了企业集团和独立的企业，企业集团由印尼大多数政治关联家族（也可译为“裙带关系”）部分所有并控制，而独立企业由个体所有并控制，这些个体的政治关联性相对不重要，并且在自由化之前较少进入资本市场。如果与独立企业相

比，金融改革更倾向于伤害政治关联企业，那么我们可能会预见对自由化政策的阻碍。

379 金融改革对企业集团具有积极影响与消极影响。例如，假定金融改革促进了企业家与较好的项目和资本之间的匹配。当然，这对于具有好的投资机会的企业家而言是好事，并且对整体经济可能也是好事。但是，它对具有较少的合意投资机会但与政策制定者具有关系的个体和企业而言可能不是好事，对于在一个更加开放、更少管制的环境中获得价值更少的资本提供者而言也不是好事。因为这些“关联”家族在资本竞争中处于劣势（相对于特权地位），他们可能会受到金融改革的伤害，并且资本市场的开放可能也会导致产品市场的竞争加剧。

如果印尼的关联家族受到金融自由化的伤害，那么他们将会成为改革的阻碍。然而，因为不同的理由，他们也可能会从金融改革中受益。第一，外国资本流入国内的数量增加，金融自由化可能会增加国内所有资本资产的价值。而且，如果被这些关联家族所有的企业集团在获取外国资本上享有某些相对优势，与独立企业相比，它们实际上可能获益。例如，它们可能更容易吸引分析家报告，这可能增加了它们股票的流动性，使它们对国际机构投资者更有吸引力。而且，自由化之后改进的信息流可能使企业集团更难以将资源从它们的公开公众公司（家族部分所有）转移至它们的私人公司，这提高了它们的公众公司的价值。

为了检验这些问题，我们检验了金融自由化之后的股票市场收益以及家族与独立企业的资本投资。确切地讲，我们检验

1. 自由化之后，独立企业股票价格是否胜过企业集团；

2. 对于企业集团与非集团企业，诸如价格/收益比率或者市场价值比账面价值之类的度量指标的改变是否不同；

3. 独立企业是否相对于家族企业有所增长（投资更多）；

380 4. 是否存在一组因素能够部分地解释收益结构的共同变化，随着时间流逝，这个因素是否变得更加重要或者不太重要；

5. 对于两组企业，金融自由化对交易量和分析报告的影响是否不同。

大多数情况下，我们的证据显示，金融自由化对企业集团和独立企业的影响并没有很大的不同。我们检验企业集团获得的分析报告比独立企业多，即使在控制了它们更大的规模之后。然而，我们发现，没有有

力的证据表明，对股票价格或者独立企业投资能力产生实质性影响的分析报告有不同之处。

本章其余部门组织如下：在 10.2 部分，我们描述了我们的数据来源，在 10.3 部分，我们对样本进行了简要描述。在 10.4 部分我们比较了企业集团和独立企业的股票收益，在 10.5 部分和 10.6 部分我们检验企业集团和独立企业的分析报告对其价值和收益类型的影响是否不同。10.7 部分我们检验是否存在集团因素。10.8 部分我们检验这些企业的财务结构和增长比率，10.9 部分是本章的总结。

10.2 数据来源

我们的数据有很多来源。金融信息来自 PACAP 数据库、数据流（Datastream）和 IBES。所有权结构数据采用了 2000 年的类似数据。确切地讲，世界概览（Worldscope）数据库是我们数据搜集的起点。它提供了企业最大的六个所有者的名字和持股情况。亚洲企业手册（1999 年）和印尼企业手册（1996 年）补充了世界概览数据的所有者信息。区分印尼企业分组的其他来源来自菲斯曼（Fisman）即将出版的、卡班戈集团（W. I. Carr Banque Group's）（1997 年）出版的印尼企业集团关系网络（Jakarta，印尼），和印尼最大的企业集团商业排行榜（Indobusiness's Ranking of Indonesian Largest Conglomerates，1995，1998），在〈http：//indobiz. com/company/warta/conhlo/htm〉上有提供。细节见科拉森斯等（Claessens et al.，2000）。

每月股票收益、资本的市场总值（或企业规模）和交易量来自太平洋—盆地（Pacific-Basin）资本市场（PACAP，1985 年 7 月—1996 年 12 月）和数据流（1997 年 1 月—1999 年 10 月）。因为小企业交易稀薄，我们采用最近每月收盘价来计算每月收益。总资产、总负债和股票的账面值（BE）也来自 PACAP（1985—1993）和数据流（1994—1998）。 381

我们考虑的特定企业数据包括企业规模（SZ）、股票的账面值/市场价（B/M）、换手率（TN）、月度收益波动（Std）、负债比资产账面值（D/BA）和负债比资产市场价（D/MA）。SZ 的度量采用每年 1 月末股票收盘价的数字，B/M 是企业 $t-1$ 年财政年度末的 BE 除以 $t-1$

年度末它的股票市场价值（ME）。负债比股权（D/E）比率是 $t-1$ 年财政年度末的总负债除以 $t-1$ 年度 12 月的 ME。TN 的计算是每月股票交易量除以发行量的平均比率的 12 倍。这个均值是按从 $t-1$ 年度的 7 月到 t 年度的 6 月计算的。收益标准差（Std）的计算是从 $t-1$ 年度的 7 月到 t 年度的 6 月。本国货币和美元收益都被考虑在内。为了计算 TN 和 Std，我们要求在 12 个月的时期内股票至少具有 6 个可观察数据。D/BA 比率（或 D/MA 比率）是 $t-1$ 年财政年度末的总负债除以账面资产（或资产市值）的比率。资产市值的计算是 $t-1$ 年财政年度末总负债加上股票的市场价值的总和。账面资产和账面股权的增长分别计为（$BA_t/BA_{t-1}-1$）和（$BE_t/BE_{t-1}-1$）。

我们也考虑每股收益（EPS）、分析预测、分析涉及股票数量的数据，这些数据都来自 IBES。一家企业的分析报告计为 t 年度 12 月提供企业下一年 EPS 预测的分析家总量。从我们的收益数量上，我们计算了价格除以收益（P/E）比率，它是 t 年度末股票收盘价除以 t 年财政年度预期下一年的 EPS。EPS 在 t 年度的增长计为（$EPS_{t+2}/EPS_{t+1}-1$）$\times 100$，其中 EPS_{t+1} 和 EPS_{t+2} 分别为预期下一年 EPS 和预期两年后
382 EPS。EPS 的变异系数是预期下一年 EPS 除以估计下一年 EPS 的标准差。为了避免极值对我们结果的影响，我们赋予超过顶端 1%或者低于底端 1%的值等同于顶端 1%和底端 1%断点。这种可微调的规则适用于收益波动、资产账面值和股票账面值的增长率、P/E、分析家报告和 EPS 的增长率。

10.3 样本描述

表 10—1 提供了我们样本中企业的各年信息。信息显示，对外国投资者开放股票市场对股票市场具有深远影响。金融自由化以后，1989 年间我们样本中的企业数量有了相当的扩展，当时我们的样本仅包括 72 家企业，在金融危机开始的 1997 年，我们的样本包括 243 家企业。随着苏拉伯亚交易所（PT Bursa Efek Surabaya）的建立，目录中的企业数量在 1990 年有了相当的增加，随着 1991 年雅加达股票交易所（PT Bursa Efek Jakarta）的建立，数量又一次增加。

表格显示，自由化之后的前些年，大量企业加入了目录中的集团。然而，在金融危机之后，新的目录中出现得更多的是独立企业。在此期间，印尼企业的平均资本的市场总值也有一定的增长。自由化以前，平均资本的市场总值少于500万美元，在1997年这个数字增至4亿美元。如表所示，企业集团是独立企业的平均二到三倍大，并且是印尼股票市场资本总值的主要组成部分。图示见图10—1，它划分了长期以来企业集团和独立企业相对于印尼GDP的资本的市场总值。如图所示，在1990年以前，股票资本的市场总值相对于GDP而言几乎微不足道，之后一直稳定增长，直到1997年危机发生。图中还显示，除了最后两年可能例外，企业集团占据了经济中股权资本的大部分。

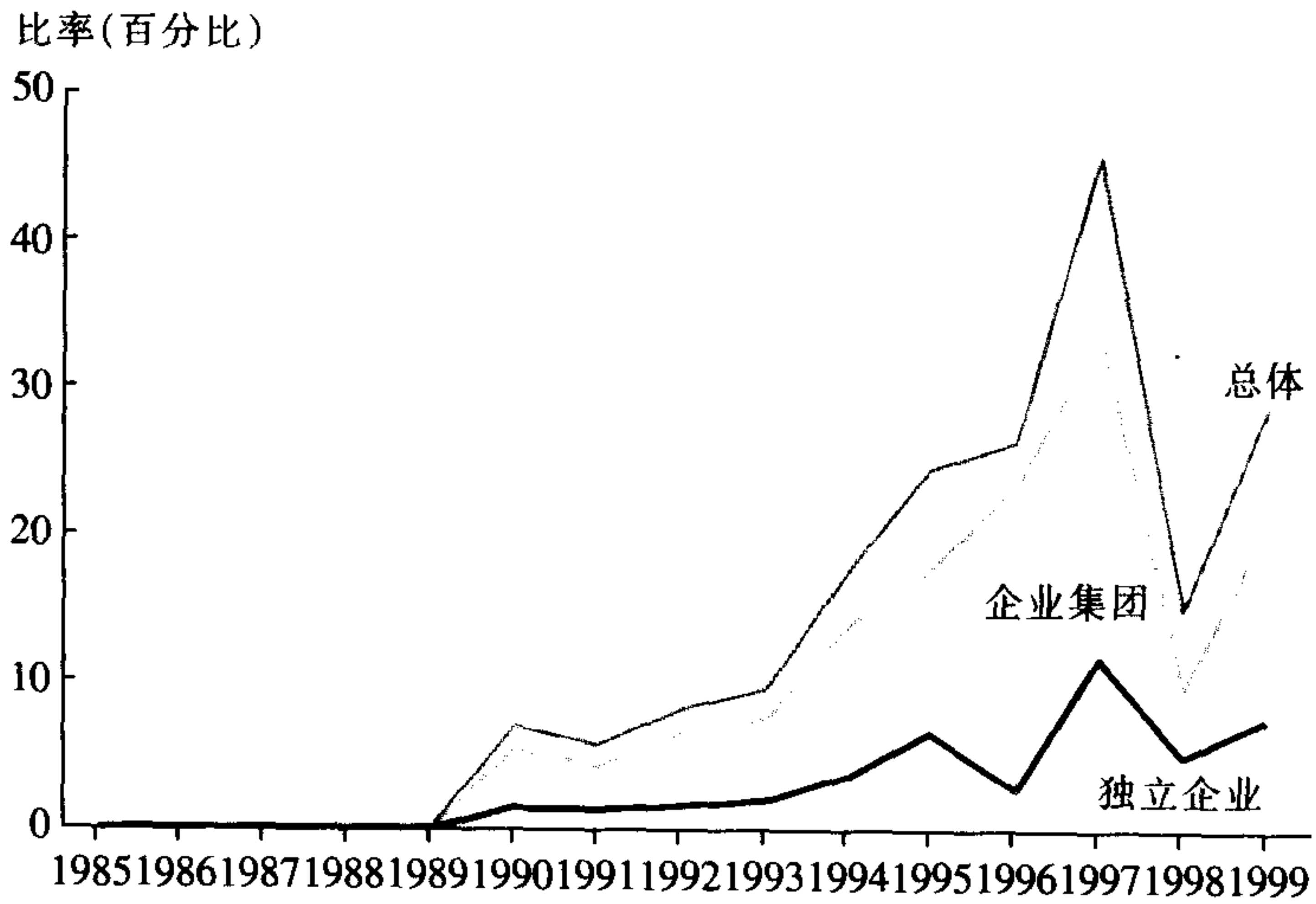


图10—1　市值和现价GDP（按10亿美元）比率：1985—1999

表10—1还显示，自由化以前，印尼企业的市值低于账面值。例如，1987年，典型的印尼企业的账面值比市值的比率大约是5。自由化以后平均账面值比市值的比率跌至1左右，1993年这个数字又跌到1以下。各年份企业集团和独立企业的平均账面值比市值比率非常类似。 385

表10—1还显示了我们样本期间印尼股票的波动和换手率。表格显示，自由化以前，印尼股票的换手率和波动极小。自由化以后，换手率充分提高，平均稍低于50%。波动也有了充分提高，特别是在自由化之后前些年和金融危机之后的时期。对于企业集团和独立企业而言，这些换手率和波动类型似乎非常类似。

表 10—1

企业集团和独立企业特征统计摘要

年份		1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
SZ—EW	所	4.57	3.88	3.27	4.38	17.99	98.82	68.40	87.83	115.64	204.32	266.64	393.57	411.02	56.77	174.99
	有	(15)	(16)	(18)	(19)	(22)	(83)	(112)	(134)	(133)	(155)	(189)	(154)	(243)	(266)	(259)
	家	5.29	4.75	4.62	7.02	22.36	131.15	93.50	125.33	149.10	263.13	346.16	479.65	602.96	82.85	277.18
	族	(8)	(8)	(8)	(8)	(10)	(49)	(63)	(75)	(81)	(95)	(105)	(113)	(122)	(120)	(119)
	独	3.74	3.01	2.19	2.46	14.36	52.22	36.13	40.16	63.53	111.20	167.24	156.33	217.49	35.34	88.13
	立	(7)	(8)	(10)	(11)	(12)	(34)	(49)	(59)	(52)	(60)	(84)	(41)	(121)	(146)	(140)
SZ—VW	所	7.10	6.98	6.96	9.09	60.89	420.32	268.63	395.91	435.07	801.03	1 819.78	5 169.48	4 293.51	1 003.08	3 178.80
	有	(15)	(16)	(18)	(19)	(22)	(83)	(112)	(134)	(133)	(155)	(189)	(154)	(243)	(266)	(259)
	家	7.68	7.79	8.71	10.93	51.26	480.52	261.03	435.82	482.49	877.40	1 719.33	5 546.13	5 321.31	1 273.73	4 000.82
	族	(8)	(8)	(8)	(8)	(10)	(49)	(63)	(75)	(81)	(95)	(105)	(113)	(122)	(120)	(119)
	独	6.16	5.71	4.00	5.29	73.39	202.42	293.92	237.58	261.69	514.90	2 079.66	1 984.50	1 420.59	481.54	981.24
	立	(7)	(8)	(10)	(11)	(12)	(34)	(49)	(59)	(52)	(60)	(84)	(41)	(121)	(146)	(140)
BM	所	3.73	3.49	5.04	1.52	1.18	1.09	1.35	1.05	0.57	0.37	0.53	0.50	0.64	0.74	N. A.
	有	(14)	(17)	(16)	(21)	(50)	(103)	(127)	(127)	(134)	(104)	(121)	(200)	(200)	(111)	
	家	3.31	2.95	4.23	1.30	1.26	1.05	1.19	0.99	0.58	0.40	0.52	0.48	0.62	0.74	N. A.
	族	(7)	(8)	(8)	(9)	(29)	(60)	(71)	(79)	(84)	(73)	(89)	(108)	(101)	(60)	
	独	4.38	4.42	6.81	1.78	0.80	1.22	1.97	1.32	0.53	0.27	0.56	0.55	0.68	0.74	N. A.
	立	(7)	(9)	(8)	(12)	(21)	(43)	(56)	(48)	(50)	(31)	(32)	(92)	(99)	(51)	
BE	所	18.9	11.94	19.63	24.57	125.04	230.78	268.28	264.88	350.29	283.51	1 248.31	1 173.46	321.71	556.70	N. A.
	有	(14)	(17)	(16)	(21)	(50)	(103)	(127)	(127)	(134)	(113)	(135)	(201)	(200)	(111)	
	家	17.10	10.61	15.59	28.17	144.51	264.85	300.62	293.57	393.16	126.33	524.50	400.79	411.67	764.59	N. A.
	族	(7)	(8)	(8)	(9)	(29)	(60)	(71)	(79)	(84)	(33)	(39)	(93)	(101)	(60)	
	独	21.69	14.25	28.48	20.40	34.87	115.44	139.35	149.92	189.52	334.90	1362.05	1445.59	142.74	128.67	N. A.
	立	(7)	(9)	(8)	(12)	(21)	(43)	(56)	(48)	(50)	(80)	(96)	(108)	(99)	(51)	

续前表

年份		1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
TN	所有	N. A.	0.03	0.03	0.05	0.42	0.61	0.40	0.44	0.40	0.42	0.16	0.20	0.34	0.31	0.57
			(15)	(16)	(15)	(20)	(19)	(88)	(121)	(121)	(126)	(158)	(144)	(165)	(174)	(88)
	家族	N. A.	0.02	0.02	0.05	0.26	0.63	0.39	0.40	0.42	0.40	0.14	0.20	0.34	0.33	0.33
			(8)	(8)	(8)	(9)	(10)	(50)	(69)	(72)	(81)	(93)	(106)	(117)	(97)	(46)
	独立	N. A.	0.04	0.05	0.04	0.59	0.54	0.45	0.60	0.34	0.51	0.25	0.19	0.33	0.29	1.07
			(7)	(8)	(7)	(11)	(9)	(38)	(52)	(49)	(45)	(65)	(38)	(48)	(77)	(42)
Std-LC	所有	N. A.	3.58	6.16	7.41	25.82	30.64	12.13	14.80	9.35	18.14	12.68	13.11	11.60	26.77	29.40
			(13)	(13)	(14)	(18)	(18)	(70)	(102)	(108)	(113)	(136)	(127)	(144)	(218)	(228)
	家族	N. A.	3.77	6.35	7.60	31.14	31.42	12.85	14.44	8.93	17.70	12.81	13.83	11.72	26.41	27.95
			(7)	(6)	(8)	(8)	(10)	(43)	(60)	(63)	(74)	(83)	(98)	(106)	(117)	(107)
	独立	N. A.	3.28	5.85	6.97	19.56	28.52	9.74	16.18	11.15	19.66	12.20	8.26	10.48	27.66	32.12
			(6)	(7)	(6)	(10)	(8)	(27)	(42)	(45)	(39)	(53)	(29)	(38)	(101)	(121)
Std-US	所有	N. A.	3.62	9.01	7.37	25.62	30.54	12.01	14.71	9.36	18.15	12.64	13.05	11.67	28.34	39.46
			(13)	(13)	(14)	(18)	(18)	(70)	(102)	(108)	(113)	(136)	(127)	(144)	(218)	(228)
	家族	N. A.	3.82	9.03	7.55	30.91	31.34	12.73	14.36	8.93	17.70	12.77	13.76	11.78	27.46	38.39
			(7)	(6)	(8)	(8)	(10)	(43)	(60)	(63)	(74)	(83)	(98)	(106)	(117)	(107)
	独立	N. A.	3.29	8.99	6.95	19.41	28.37	9.65	16.09	11.18	19.67	12.16	8.27	10.64	30.52	41.44
			(6)	(7)	(6)	(10)	(8)	(27)	(42)	(45)	(39)	(53)	(29)	(38)	(101)	(121)

注意：关于每月收益、市场股票、交易量和股东数量的数据来自 PACAP 数据库（1985 年 7 月—1996 年 12 月）和数据流（1997 年 1 月—1999 年10 月）。关于账面股票的数据也搜集自 PACAP 数据库（1985—1993 年）和数据流，要么采取时间段（1994—1998 年）。此表显示了不同年份的价值—加权资产的企业规模（SZ—VW），账面价值/市场价值的比率（BM），股票的账面价值（BE），换手率（TN）和收益波动。记录的权重是 t 年度 6 月企业规模（SZ）。SZ 是企业在 t 年度 6 月企业的市值，计量单位是百万美元。等权重规模（SZ－EW）也被显示出来。BE 在 $t-1$ 年企业的会计年度末记录，计量单位是百万美元。BM 是 $t-1$ 年 12 月的 BE 除以股票的市值（ME）。TN 是每月交易的股票数量除以发行量的平均比率的 12 倍。这个平均值的计算期间从 $t-1$ 年度 7 月到 t 年度 6 月。Std _ LC 和 Std _ US 是收益波动，它们分别用本币和美元计价。收益波动是从 $t-1$ 年 7 月到 t 年度 6 月美元股票收益的标准差。为了计算 TN 和收益波动，我们要求存量在十二个月的期间内至少有六个观察值。收益波动限制在上限和下限各 1%。第 $t-1$ 年度的会计数据与第 t 年度的观察到的其他变量匹配。例如，列中显示的 1985 年的 BM 与 1986 年的 SZ 匹配。企业的数目在括号中。

10.4 企业集团和单独企业的股票收益

这一部分检验在不同样本期间印尼股票的收益，并比较企业集团和独立企业收益。我们将会从概述六个独立时期的股票收益开始：

1. 1988 年 12 月以前（前金融自由化时期）；

386 2. 1988 年 12 月（金融自由化事件月）；

3. 1989—1996 年；

4. 1997 年 8 月，印尼中央政府宣布，他们将放弃汇率管理体系，并允许该国货币自由浮动；

5. 1998 年 5 月，印尼总统苏哈托下台；

6. 1997—1999 年间（金融危机，除了上面提到的 1997 年 8 月和 1998 年 5 月）。

表 10—2 包括企业集团和独立企业的企业数量和它们的平均收益。表格检验 1997 年金融危机以前印尼股票的真实正收益。例如，在 1988 年 12 月，印尼股票价格平均超过两倍。1989—1996 年间，印尼股票继续获得高的平均月收益；在此期间，价值—权重资产组合平均月收益是 1.26%，相当于权重指数每月 1.78%。然而，从 1997 年 8 月的急剧下跌开始，印尼股票失去了它们在这十年间早期获得的所有收益。

表 10—2　　不同样本中的价值—权重和等价权重资产收益

时期：1985 年 7 月—1999 年 10 月

时期	收益（百分比，以当地货币计价）			收益（百分比，以美元计价）		
	所有	家族	独立	所有	家族	独立
第 A 部分：价值—权重资产收益						
1985 年 7 月—1988 年 11 月	3.26 (5.25) [14]	3.38 (4.90) [7]	3.11 (4.77) [7]	2.27 (2.70) [14]	2.39 (2.69) [7]	2.12 (2.43) [7]
1988 年 12 月	90.67 (N. A.) [18]	102.80 (N. A.) [8]	63.39 (N. A.) [10]	89.53 (N. A.) [18]	101.60 (N. A.) [8]	64.41 (N. A.) [10]
1989 年 1 月—1996 年 12 月	1.60 (1.34) [100]	1.51 (1.18) [61]	1.73 (1.48) [39]	1.26 (1.06) [100]	1.18 (0.92) [61]	1.39 (1.19) [39]
1997 年 8 月	−30.38	−30.66	−29.60	−35.32	−35.58	−34.60

续前表

时期	收益（百分比，以当地货币计价）			收益（百分比，以美元计价）		
	所有	家族	独立	所有	家族	独立
	(N. A.)	(N. A.)	(N. A.)	(N. A.)	(N. A.)	(N. A.)
	[226]	[115]	[111]	[226]	[115]	[111]
1998 年 5 月	−14.70	−14.96	−13.89	−8.64	−8.93	−7.79
	(N. A.)	(N. A.)	(N. A.)	(N. A.)	(N. A.)	(N. A.)
	[211]	[113]	[98]	[211]	[113]	[98]
1997 年 1 月—	2.51	2.42	2.89	0.33	0.20	0.84
1999 年 10 月	(0.96)	(0.89)	(1.13)	(0.08)	(0.05)	(0.20)
(不包括两事件)	[209]	[109]	[100]	[209]	[109]	[100]
第 B 部分：等价权重资产收益						
1985 年 7 月—	3.69	3.54	3.83	2.71	2.56	2.84
1988 年 11 月	(5.85)	(4.80)	(6.09)	(3.10)	(2.69)	(3.27)
	[14]	[7]	[7]	[14]	[7]	[7]
1988 年 12 月	103.63	105.90	101.82	102.42	104.67	100.62
	(N. A.)	(N. A.)	(N. A.)	(N. A.)	(N. A.)	(N. A.)
	[18]	[8]	[10]	[18]	[8]	[10]
1989 年 1 月—	2.12	1.99	2.17	1.78	1.65	1.83
1996 年 12 月	(1.76)	(1.58)	(1.81)	(1.48)	(1.31)	(1.53)
	[100]	[61]	[39]	[100]	[61]	[39]
1997 年 8 月	−26.67	−28.87	−24.39	−31.88	−33.92	−29.76
	(N. A.)	(N. A.)	(N. A.)	(N. A.)	(N. A.)	(N. A.)
	[226]	[115]	[111]	[226]	[115]	[111]
1998 年 5 月	−19.22	−20.83	−17.35	−13.48	−15.22	−11.49
	(N. A.)	(N. A.)	(N. A.)	(N. A.)	(N. A.)	(N. A.)
	[211]	[113]	[98]	[211]	[113]	[98]
1997 年 1 月—	5.96	6.33	5.84	3.92	4.29	3.83
1999 年 10 月	(1.64)	(1.62)	(1.71)	(0.76)	(0.79)	(0.77)
(不包括两事件)	[209]	[109]	[100]	[209]	[109]	[100]

注意：每月回报搜集自 PACAP 数据库（1985 年 7 月—1996 年 12 月）和 Datastream（1997 年 1 月—1999 年 10 月）。价值—权重资产在每年 6 月底形成，利用企业在该月的市值作为权重。资产回报的计算从 7 月到次年 6 月。第 A 部分（第 B 部分）列出了不同样本时期的价值—权重（等价权重）资产的平均每月股票收益。每个单元都显示了三个数字。第一个数字是均值，第二个数字是相应的 t 统计量，第三个数字是平均的企业数目。

表 10—2 一个很重要的发现是，企业集团和独立企业的绩效几乎没有区别。对于价值—权重资产组合，在自由化之前，企业集团比独立企

业稍微好一些，在1988年12月股票市场向外国投资者开放时，企业集团比独立企业实质上更好。然而，当考虑等价权重资产组合时，这些收益的不同就不存在了。似乎还有证据表明，金融危机以后，在价值—权重资产组合方面，独立企业在一定程度上比企业集团好。然而，在检验等价权重资产组合时，证据似乎又一次消失了。

我们还检验了金融危机期间两次重要事件前后的股票收益。第一次事件是货币政策从有管理浮动的汇率系统转换为货币自由浮动的系统。
388 第二次事件是总统苏哈托下台。在这两次事件中，印尼的股票都显著下跌；当货币可浮动时，以美元计算大约下跌了35%，苏哈托下台时大约下跌了10%，在随后的月份里继续实质性下跌。我们又一次没有观察到企业集团和独立企业在此期间的显著区别。

图10—2和图10—3划分了从1989年12月31日到1999年9月30日以本国货币（A部分）和美元（B部分）计价的等价权重和价值—权重资产组合的累计收益。在波动时间序列中，累计每月收益表现出来的历史股票收益比平均每月收益小得多，这是当然的。然而，又一次，我们从这些图表中所能发现的一个重要现象是，企业集团和独立企业的绩效没有显示出实质性不同。

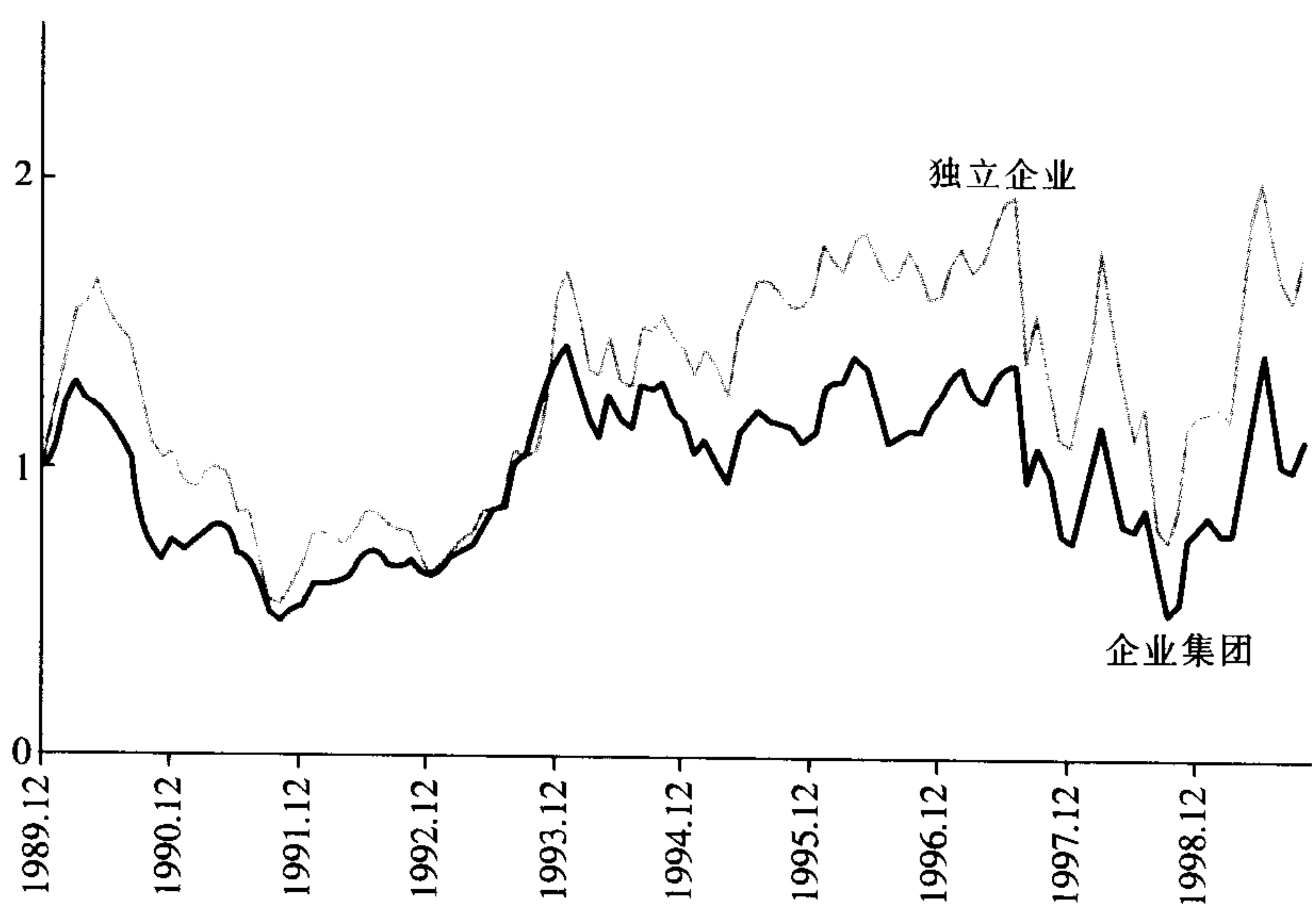


图10—2A　按价值权重组合计算的1989年底投资1美元的价值（当地货币），1990年1月—1999年10月

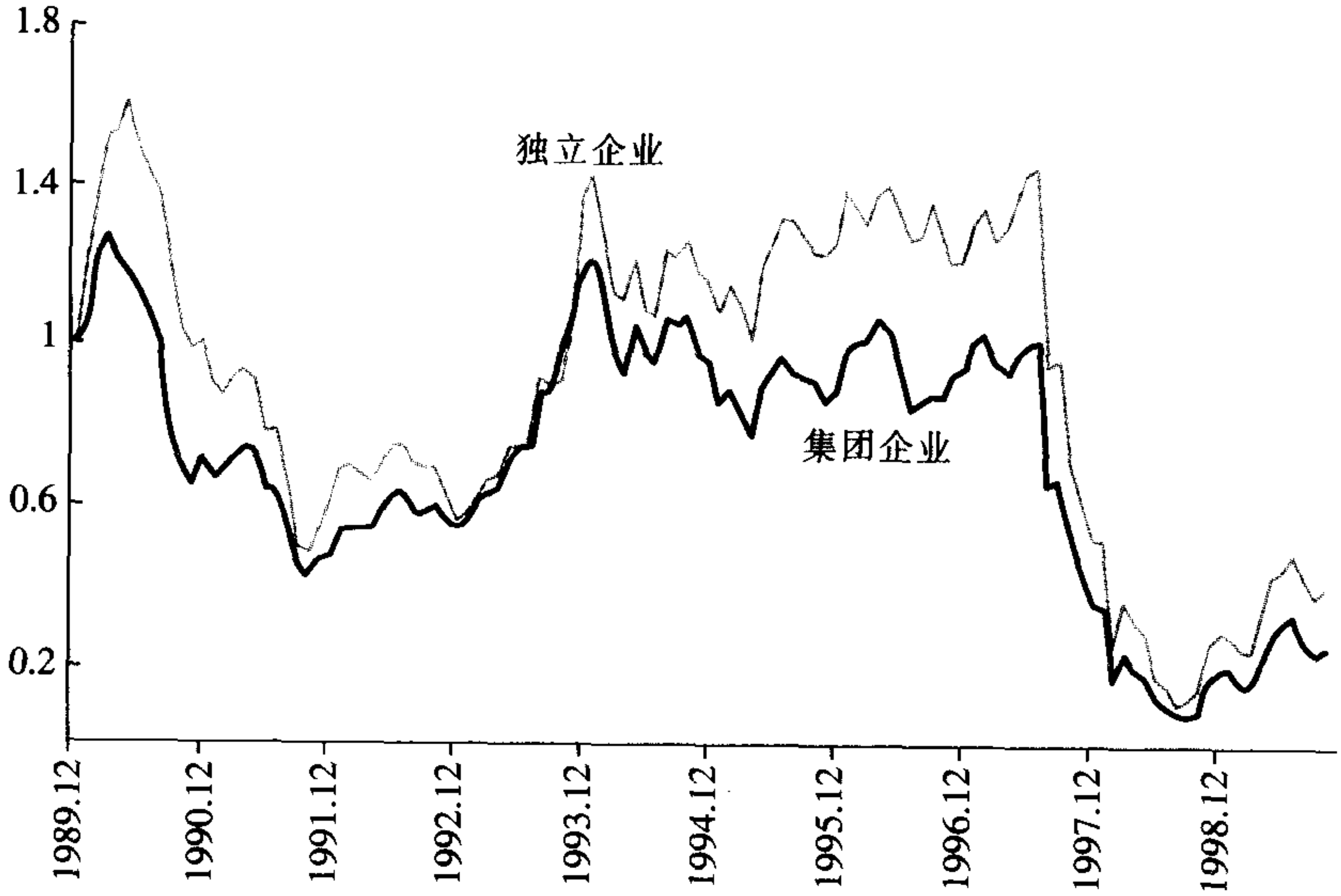


图 10—2B　按价值权重组合计算的 1989 年底投资 1 美元的价值（美元），1990 年 1 月—1999 年 10 月

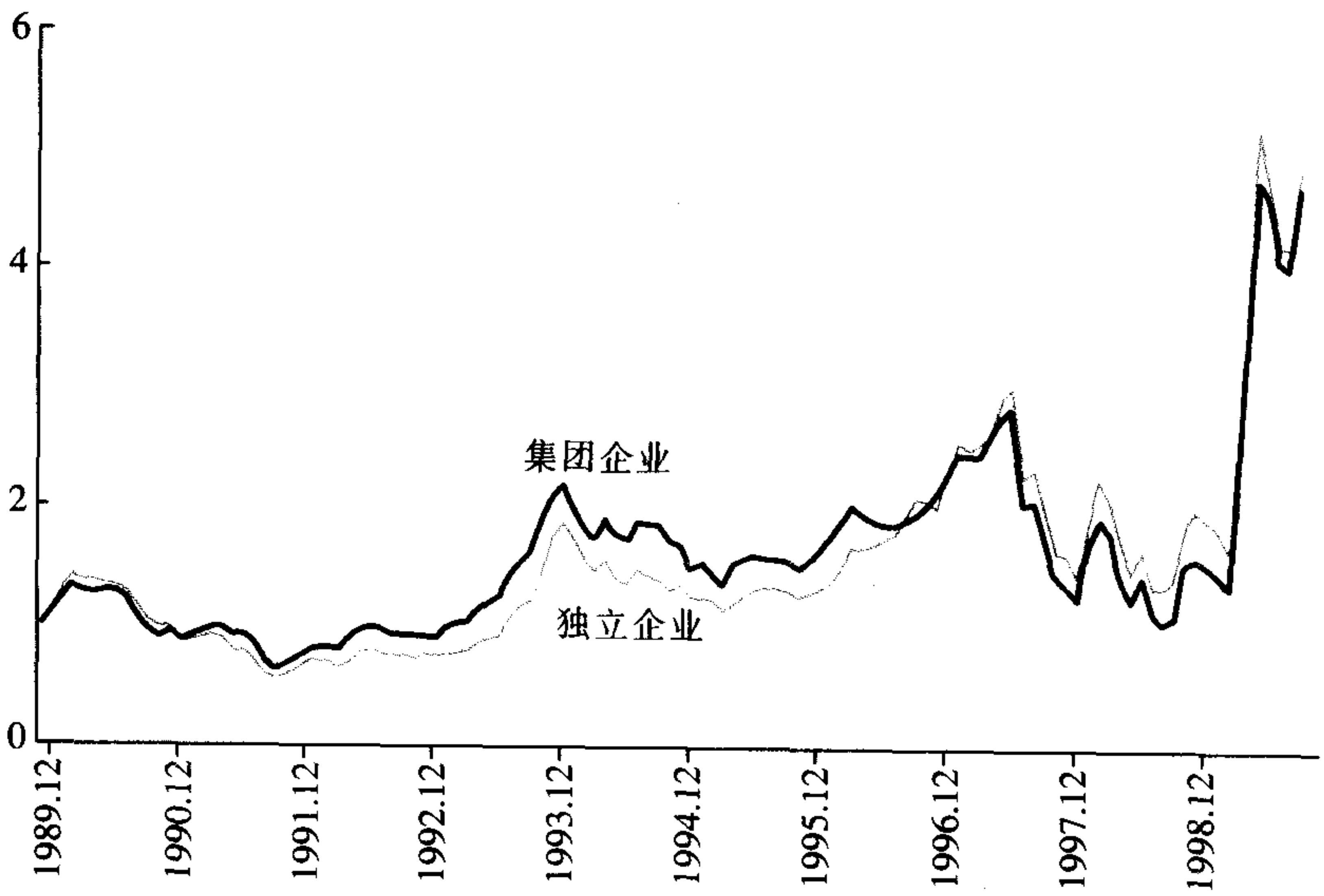


图 10—3A　按等权重组合计算的 1989 年底投资 1 美元的价值（当地货币），1990 年 1 月—1999 年 10 月

在这一数据库中，虽然企业集团和独立企业的平均收益似乎没有显著不同，但等权重和价值—权重收益的比较显示，存在重要的规模效应。等价权重资产组合的表现比价值—权重资产组合好，这表明，在我

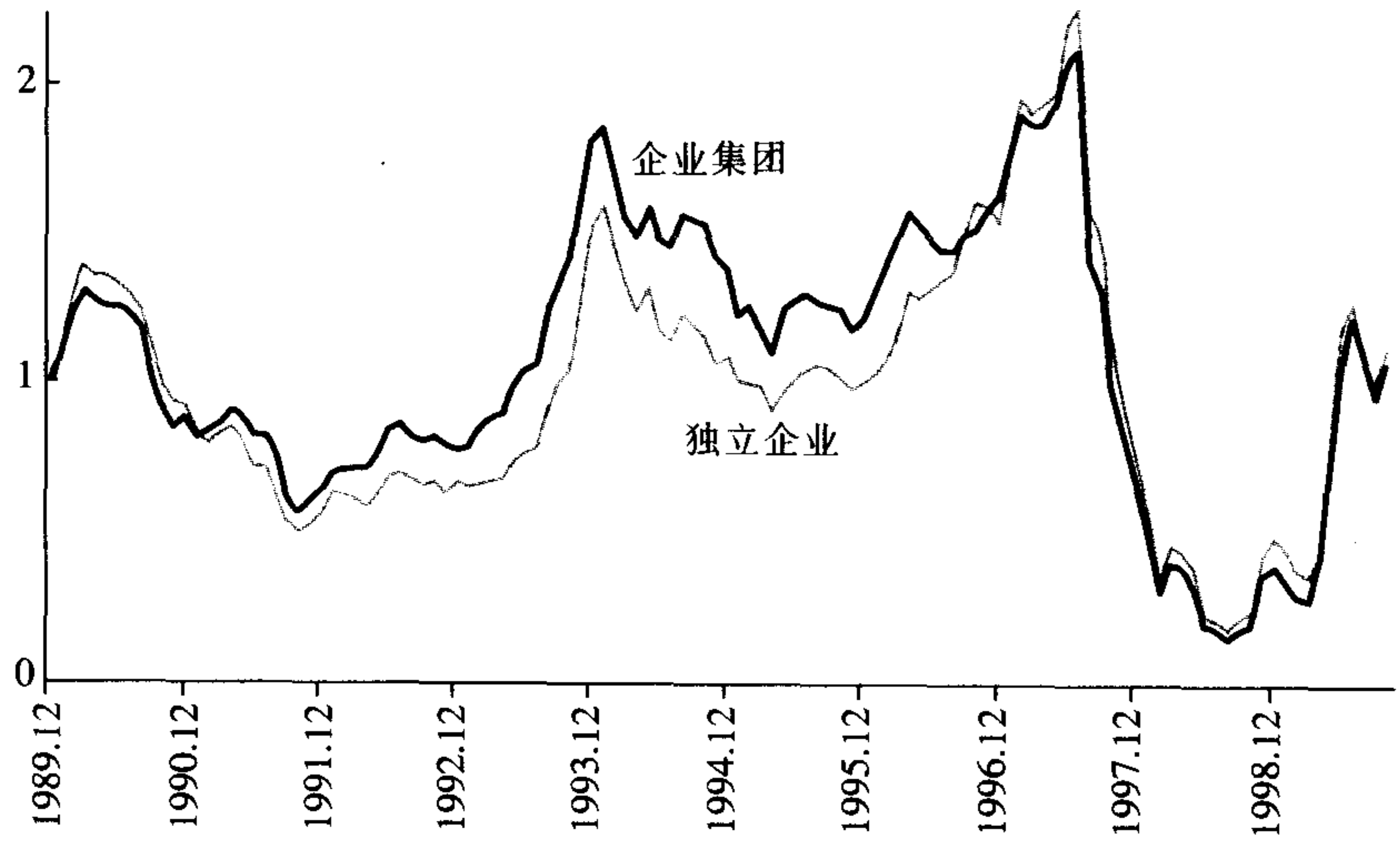


图 10—3B　按等权重组合计算的 1989 年底投资 1 美元的价值（美元），1990 年 1 月—1999 年 10 月

们的样本期间，较小的资本股票收益胜于较大的资本股票收益。如果独立企业从平均而言比企业集团显著小，可能的确如此，在控制了规模以后，企业集团的绩效会比独立企业好。

表 10—3 的回归确定存在实质性的规模效应；小企业产生的收益实质上比大企业大。然而，在控制了规模以后，企业集团胜于独立企业的证据依然非常脆弱。我们关于企业集团胜于独立企业的强有力证据是在金融危机之前金融自由化的那些月份。[3]

表 10—3　关于企业规模收益和组虚拟变量的法玛-马克比茨回归

A 部分：利用每月收益的回归结果
平均系数：1985 年 6 月—1999 年 10 月

因变量	截距	企业规模	集团
$R_{本币}$	11.12 (3.76)	−0.76 (−3.21)	0.58 (1.51)
$R_{美元}$	4.28 (2.90)	−0.76 (−3.21)	0.58 (1.49)

$R_{本币}$估计系数的时间序列回归

因变量	截距	D2	D3	E1	E2	E3
截距	8.60	−2.33	11.01	314.89	−3.71	−6.69
	(1.81)	(−0.41)	(1.53)	(10.20)	(−0.12)	(−0.22)
企业规模	−0.60	0.22	−0.59	−27.44	−1.81	−0.97
	(−1.66)	(0.51)	(−1.09)	(−11.72)	(−0.77)	(−0.41)
集团	0.22	−0.02	0.98	38.80	−2.99	−2.66
	(0.34)	(−0.03)	(1.01)	(9.28)	(−0.72)	(−0.64)

续前表

R美元估计系数的时间序列回归						
因变量	截距	D2	D3	E1	E2	E3
截距	3.21	−0.17	3.72	110.74	−23.23	−7.17
	(1.18)	(−0.05)	(0.90)	(6.24)	(−1.31)	(−0.40)
企业规模	−0.60	0.22	−0.62	−27.27	−1.64	−1.08
	(−1.64)	(0.50)	(−1.31)	(−11.56)	(−0.70)	(−0.50)
集团	0.23	−0.03	0.95	38.56	−2.80	−2.84
	(0.35)	(−0.04)	(0.96)	(9.05)	(−0.66)	(−0.67)

B部分：利用每年收益的回归结果

平均系数：1985年6月—1999年10月

因变量	截距	企业规模	集团
R本币	111.08 (2.59)	−5.71 (−1.91)	4.76 (0.66)
R美元	9.12 (14.28)	0.81 (4.21)	0.39 (1.80)

R本币估计系数的时间序列回归

因变量	截距	D2	D3
截距	33.99 (0.40)	84.82 (0.82)	159.26 (1.24)
企业规模	4.41 (0.81)	−12.24 (−1.96)	−17.96 (−2.31)
集团	0.37 (0.03)	−1.02 (−0.06)	24.64 (1.15)

R美元估计系数的时间序列回归

因变量	截距	D2	D3
截距	9.44 (7.77)	0.10 (0.07)	−1.87 (−1.01)
企业规模	1.85 (9.52)	−1.35 (−5.66)	−1.60 (−5.37)
集团	0.43 (0.98)	−0.17 (−0.31)	0.23 (0.34)

注意：在每个月份，个体企业（用本币计量/用美元计量的）每月收益与企业规模（LnSZ）的对数和一个虚拟变量——集团进行回归。如果企业属于集团企业，这个虚拟变量就赋值1，否则赋值0。企业的规模是企业在t年度6月的市值，它与企业从t年度7月到$t+1$年度6月的收益相匹配。估计系数的时间序列是对D2、D3、E1、E2和E3回归。D2在1989年1月到1996年12月这个期间赋值1，其他的期间赋值0。D3在1997年1月到1999年10月这个期间赋值1，其他的期间赋值0。E1、E2和E3是事件虚拟变量。E1在1988年12月赋值1，其他的时间赋值0。E2在1997年8月赋值1，其他的时间赋值0。E3在1998年5月赋值1，其他的时间赋值0。结果显示在第A部分。第B部分显示了利用每年收益而不是每月收益的结果。每年收益是从t年度7月到$t+1$年度6月这一期间每月收益的复合。对于利用每年收益的回归，D2对1989年1月到1997年6月这个期间的月份赋值1，其他的期间赋值0。类似，D3对1997年6月之后的月份赋值1。T统计量在括号中。

10.5 企业集团和独立企业的分析家报告和估价

20世纪90年代，关于印尼股票的分析家报告数量有实质性增加。 392

增长比率见表 10—4，它显示的信息来自机构经纪人估计系统（IBES）关于对企业集团和独立企业的分析家报告，平均价格—收益比率和收益预期增长率也来自同样的数据来源。

表 10—4　　　　分析家范围和对于价值—权重资产的 EPS

	年份	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Cover	所有	1.07	3.19	5.29	5.95	9.84	10.15	8.23	10.97	9.14
		(112)	(134)	(133)	(155)	(189)	(154)	(243)	(266)	(259)
	家族	1.26	3.85	6.57	7.32	12.27	10.10	10.44	13.43	11.03
		(63)	(75)	(81)	(95)	(105)	(113)	(122)	(120)	(119)
	独立	0.42	0.58	0.61	0.84	3.55	10.54	2.03	6.23	4.07
		(49)	(59)	(52)	(60)	(84)	(41)	(121)	(146)	(140)
P/E	所有	133.53	82.03	97.35	123.64	59.37	48.50	25.86	13.96	34.97
		(31)	(75)	(77)	(83)	(97)	(99)	(103)	(95)	(73)
	家族	131.24	84.31	99.80	127.52	64.45	51.35	26.04	13.60	37.42
		(27)	(59)	(63)	(68)	(81)	(82)	(88)	(76)	(62)
	独立	143.80	62.31	24.68	47,85	26.06	17.44	23.44	15.58	8.70
		(4)	(16)	(14)	(15)	(16)	(17)	(15)	(19)	(11)
Grw-EPS	所有	25.40	19.97	20.27	23.98	27.80	26.14	19.30	19.63	82.22
		(32)	(64)	(75)	(84)	(98)	(98)	(102)	(92)	(37)
	家族	28.39	19.66	20.56	24.20	27.09	27.35	19.45	19.09	90.99
		(28)	(54)	(64)	(70)	(83)	(83)	(87)	(73)	(30)
	独立	10.81	31.29	9.75	19.30	32.63	12.22	17.37	21.01	22.55
		(4)	(10)	(11)	(14)	(15)	(15)	(15)	(19)	(7)

注意：此表显示了分析各价值—权重资产股票的分析家的平均数量。分析家范围（Cover）度量在 t 年度 12 月提供企业下一年预期收入的分析家总数。这些数据来自 IBES 的国际数据库。如果 IBES 中没有此存量，我们就认为范围为 0。我们从相同的数据来源计算了企业的 P/E比率。P/E 比率是企业在 t 年 12 月的收盘价比分析家对单位股份下一年预期的收益（EPS）的比率。EPS 的增长率（Grw-EPS）计为 $100^{*}(FY_{2,t}-FY_{1,t})/FY_{1,t}$，其中，$FY_{i,t}$是 t 年度 12 月预期的第 i 年以后的 EPS。只有当企业在 IBES 涉及的范围内才计算 Cover、P/E 和 Grw-EPS，这些度量上下限为 1%。企业的数目显示在括号中。

表 10—4 显示，企业集团实质上吸引的分析家报告多于独立企业。自由化之后，关于集团的分析家报告平均数量是关于独立企业的报告数量的 5 倍。出现这种情况的一个原因是，企业集团通常大于独立企业，而分析家倾向于追随大企业。然而，表 10—5 的回归显示，这并不能完
394 全解释为什么分析家倾向于追随企业集团。回归显示，即使控制了规模，企业集团还是会获得实质上比独立企业多的分析家报告。与分析家

的非正式对话意味着企业集团的分析家报告比较多是因为两个原因。第一，企业集团需要有关于集团中较小成员的分析家报告，分析家提供此类报告以获得集团中较大成员更多的信息。第二，因为交叉持股，分析家需要评价集团中较小的成员从而评价持有其股票的较大的企业。

表 10—5　　决定印度尼西亚分析家范围比率的因素：1990—1998

A 部分：来自时间序列回归的结果			
截距	LnSZ	集团	D3
−0.460	0.262	0.752	−0.200
(−8.52)	(22.53)	(17.47)	(−4.71)
B 部分：来自法玛-马克贝茨回归的结果			
截距	LnSZ	集团	
−0.601	0.273	0.727	
(−4.71)	(8.37)	(8.07)	
C 部分：来自带有一个危机虚拟变量法玛-马克贝茨回归的结果			
因变量	截距	D3	
截距	−0.550	−0.232	
	(−3.69)	(−0.73)	
LnSZ	0.269	0.016	
	(6.83)	(0.19)	
集团	0.737	−0.043	
	(6.76)	(−0.19)	

注意：1 加上分析家范围之和的对数（LnCover）是企业规模对数（LnSZ）和一个虚拟变量（即集团）的回归。分析家范围度量在 t 年度 12 月提供企业下一年预期收入的分析家总数。这些数据来自 IBES 的国际数据库。如果 IBES 中没有此存量，我们就认为范围为 0。企业规模是企业在 t 年度 6 月的市场资本（以百万美元计算）。如果企业属于一个集团企业，则虚拟变量集团赋值 1，否则赋值 0。

A 部分显示了来自时间序列回归的结果，此时间序列回归也包括了一个时期虚拟变量，D3 在 1997 年之后赋值 1。B 部分显示了来自法玛-马克贝茨回归的结果。横截面回归是每年的估计。估计系数时间序列的含义已经显示出来。时间序列也回归关于时期的虚拟变量——D3，结果在 C 部分显示出来。所有的 t 统计显示在括号中。

对企业集团的分析报告增加的潜在原因可能是它们拥有较高的股票 395
价格，并且能够更容易获得资本。表 10—4 中显示的价格—收益比率提供了一些可能的事实证据。至少在 1992—1995 年间，企业集团的价格—收益比率比独立企业高一些。然而，这可能一部分是因为企业集团更大，并在一定程度上预期获得更高的增长率。

通过对价格—收益比率与企业规模的对数、负债比率、收益增长率、股票分析家数量进行回归，并且如果企业为集团企业，则赋予一个

虚拟变量值1，表10—6更详细地检验了决定价格—收益比率的决定因素。证据显示，规模和预期收益增长率是价格—收益比率的主要决定因素，而企业是否是集团成员与分析家报告则不具有直接影响。也就是说，我们的证据并没有显示，企业集团较多的分析家报告是它们能够比独立企业获得更高的价格的原因。

表10—6　　决定印度尼西亚价格—收益比率的因素：1990—1998

A部分：来自时间序列和横截面回归的结果						
截距	LnSZ	D/A	Group	Grw-EPS	Lncov	D3
11.255	6.567	−1.343	13.407	0.493	−1.115	−59.915
(0.95)	(2.39)	(−0.81)	(1.48)	(5.69)	(−0.18)	(−6.46)
B部分：法玛-马克贝茨回归：利用同一时期						
截距	LnSZ	D/A	Group	Grw-EPS	Lncov	
−5.174	13.920	26.773	−10.839	0.724	−14.489	
(−0.20)	(2.56)	(0.67)	(−0.38)	(3.93)	(−0.86)	
C部分：法玛-马克贝茨回归：利用事件虚拟变量						
因变量	截距	D3				
截距	7.732	−58.075				
	(0.26)	(−0.90)				
LnSZ	13.699	0.994				
	(2.08)	(0.07)				
D/A	34.306	−33.896				
	(0.71)	(−0.33)				
Group	−17.649	30.646				
	(−0.52)	(0.42)				
Lncov	−17.150	11.972				
	(−0.84)	(0.28)				
Grw-EPS	0.905	−0.815				
	(5.34)	(−2.27)				

注意：价格—收益比率（P/E）是企业规模对数（LnSZ）、负债—资产比率（D/A）、分析家范围的对数（LnCover）、单位资产收益增长率（Grw-EPS）和一个虚拟变量（集团）的回归。P/E、D/A、分析家范围和Grw—EPS的数据都来自t年度12月，而企业规模是企业在t年度6月的市场资本（以百万美元计算）。如果企业属于一个集团企业，则虚拟变量集团赋值1，否则赋值0。关于P/E、D/A、LnCover和Grw-EPS的数据在1990年以后可获得。

A部分显示了来自时间序列回归的结果，此时间序列回归也包括了一个时期虚拟变量，D3在1997年之后赋值1。B部分显示了来自法玛-马克贝茨回归的结果。横截面回归是每年的估计。估计系数时间序列的含义已经显示出来。时间序列也回归关于时期虚拟变量——D3，结果在C部分显示出来。所有的t统计显示在括号中。

10.6　分析家报告、集团成员和市场效率

企业集团较多的分析家报告意味着，这些企业更有可能被外国机构投资者持有。而且，如果分析家报告越多、股东的复杂程度越高，有人可能会猜想，集团企业的定价会比独立企业更有效。如果确实如此，那么企业集团可能更容易进入外部股权市场。然而，可能存在有偏差的考虑使企业集团的定价不太有效。如果外国机构能够对企业进行更高级的分析，那么在获得企业特有信息方面，本地可能具有相对优势。而且，企业集团可能对机构投资者的需求改变更加敏感，这可能与基础无关。例如，专攻亚洲股票的共同基金可能会因为泰国的低迷而经历下滑，这使企业不得不抛售一部分印尼股票。

作为对企业集团和独立企业相对效率的检验，我们首先构造了企业集团和独立企业的价值——权重资产组合，然后我们将这些资产组合的收益对它们的滞后价值进行回归。例如，集团资产组合的价值—权重收益的回归基于它的自身滞后收益，以度量它的自身连续相关，还基于独立企业资产组合的滞后收益，以度量它的交叉连续相关。自身连续相关度量投资者的过度反应程度或者对信息反应不够有力的程度。交叉连续相关度量信息在包含进其他种类的股票之前已经包含了一类股票。如果我们相信，分析家报告和外国机构的关注会使集团股票定价更加有效，那么我们可能会预期，集团股票及其收益导致的其他独立股票的收益之间的连续相关更少。相对而言，机构投资者对流动性的需求可能会对集团股票价格产生噪音，这将会引发负的连续相关，如果部分流动性冲击溢出并影响独立股票价格，这还会引发负的交叉连续相关。 397

表 10—7 中 A 部分的结果与集团股票比独立企业股票定价更有效的假设一致。确实，证据显示，信息首先包含进独立股票，然后滞后流向集团股票。集团企业的收益与独立企业的滞后收益正相关。然而，在回归中，独立企业的收益和集团企业的滞后收益之间存在负相关。贝利和毛（Bailey and Mao，2000）认为，新兴市场的外国机构投资者一般拥有本地不拥有（或者说，机构投资者能够更好地解释信息）的信息，这有些让人惊奇。

表 10—7

A 部分：集团与独立企业					
因变量	截距	$R_{集团,t-1}$	$R_{独立,t-1}$		
$R_{集团,t}$	1.37	0.13			
	(1.09)	(1.68)			
$R_{集团,t}$	1.24		0.22		
	(0.99)		(2.59)		
$R_{集团,t}$	1.23	−0.40	0.63		
	(0.99)	(−1.96)	(2.78)		
$R_{独立,t}$	1.33		0.15		
	(1.18)		(2.01)		
$R_{独立,t}$	1.45	0.08			
	(1.28)	(1.12)			
$R_{独立,t}$	1.32	−0.38	0.54		
	(1.19)	(−2.04)	(2.64)		
B 部分：流动与非流动股票					
因变量	截距	$R_{流动,t-1}$	$R_{非流动,t-1}$		
$R_{流动,t}$	1.37	0.12			
	(1.06)	(1.50)			
$R_{流动,t}$	1.25		0.09		
	(0.96)		(1.29)		
$R_{流动,t}$	1.34	0.10	0.01		
	(1.02)	(0.76)	(0.12)		
$R_{非流动,t}$	2.51		0.22		
	(1.74)		(2.77)		
$R_{非流动,t}$	2.85	0.24			
	(1.99)	(2.69)			
$R_{非流动,t}$	2.61	0.11	0.13		
	(1.80)	(0.74)	(0.98)		
C 部分：集团与独立和流动与非流动企业					
因变量	截距	R_{11t-1}	R_{12t-1}	R_{21t-1}	R_{22t-1}
独立和薄弱	2.76	0.21			
	(1.77)	(2.64)			
(R_{11t})	2.53	0.14	0.19	0.18	−0.25
	(1.59)	(0.94)	(0.80)	(0.83)	(−0.95)
独立和流动	1.75		0.10		
	(1.50)		(1.26)		
(R_{12t})	1.43	0.17	0.24	−0.07	−0.22

续前表

因变量	截距	R_{11t-1}	R_{12t-1}	R_{21t-1}	R_{22t-1}
	(1.21)	(1.45)	(1.39)	(−0.43)	(−1.11)
集团和薄弱	2.25			0.19	
	(1.55)			(2.39)	
(R_{21t})	1.82	0.08	0.48	0.08	−0.29
	(1.25)	(0.53)	(2.26)	(0.42)	(−1.18)
集团和流动	1.42				0.11
	(1.02)				(1.35)
(R_{22t})	1.01	0.12	0.31	−0.05	−0.17
	(0.71)	(0.85)	(1.47)	(−0.27)	(−0.73)

注意：美元交易量（DTN）是 t 年度 7 月以前过去的 12 个月平均美元交易量。各只股票至少有 6 个观察值用来计算 DTN。在每个 6 月末，根据 DTN，股票被分为两组，流动的和非流动的。如果一只股票的 DTN 大于 DTN 的中位数，那么该只股票就被划分为流动的，否则它将被划分为非流动的。根据企业是否属于企业集团，股票还被划分为集团和独立两组。从两个流动组和两个集团组的交叉中，股票被进一步划分为四部分资产组合。这些资产组合是基于 t 年度 6 月的股票市场资本的价值—权重。这些资产组合的回报（以美元计算%）的计算期间从自 t 年度 7 月到 $t+1$ 年度 6 月。$R_{集团,t}$和 $R_{独立,t}$分别是集团企业和独立企业资产组合的收益。$R_{流动,t}$和 $R_{非流动,t}$分别是流动企业和非流动企业资产组合的收益。R_{ijt}表示 t 月份第 i、j 种资产组合的收益，i=独立（1）或集团（2），j=薄弱（1）或流动（2）。把这些收益滞后一期，然后把它和收益本身进行回归，结果显示如下。T 统计显示在括号中。

然而，后一个结论与国际机构的流动性对股票价格产生了噪音的观点一致。确切地讲，来自外国机构的大额购买订单可能会临时提高集团股票的价格，并附带影响了独立企业股票。如果这些流动性考虑的集团股票变化的部分比独立企业更大，那么我们就能够预期观察到负的交叉连续相关，我们也的确观察到了。

为了对此进行更详细的检验，我们检验流动性如何影响印尼股票之 398
间的领先—滞后关系。前面的经验证据显示，在美国，流动性企业通常领先非流动性企业。表 10—7 的 B 部分与美国流动性企业领先非流动性企业的发现一致。基于集团/独立企业和流动/非流动企业，表 10—7 的 C 部分进一步将企业划分为四种类型。结果显示，最强的领先—滞后关系存在于独立/流动股票和集团/非流动股票之间。而且，流动性独立企业领导流动性集团企业的证据相对有些弱。

虽然我们无法获得关于购买印尼股票的外国机构的身份数据，但是 399
我们猜想，大部分投资行为来自美国和日本机构。如果真是如此，通过观察发达市场和印尼股票收益的联合运转，我们能够获得更多关于外国

机构对印尼股票影响的直接证据。我们假定，由外国机构广泛持有的集团股票应该受到来自日本和美国市场的更强烈的影响。

400 表 10—8 的 A 部分显示的回归结果并不支持集团股票比独立企业股票更受到外国市场影响的假设。金融自由化之前，印尼股票收益和美国或者日本的收益之间不相关。然而，金融自由化之后，证据显示，印尼股票受到美国股票收益的影响，这在一定程度上意味着一体化的程度。然而，因为外国机构更可能拥有集团企业的股份，所以集团企业股票收益应该会受到外国股票收益的高度影响，证据无法支持我们这个假定。事实上，集团和独立企业对美国股票市场收益的敏感性之间没有可观察到的不同。而且，这些回归无法支持，在金融自由化以后，对于集团或者独立企业股票，日本和印尼股票之间没有任何联系。

表 10—8　　美国与日本市场收益和印度尼西亚股票收益：1985 年 6 月—1999 年 10 月

时期					
A 部分：集团与独立企业					
因变量 $R_{集团,t}$					
所有月份	0.62	0.60	0.22		
	(0.48)	(1.95)	(1.00)		
	0.37	0.55	0.20	−0.39	0.61
	(0.29)	(1.84)	(0.95)	(−1.91)	(2.69)
1988 年 12 月以前	4.72	0.17	−0.09		
	(1.65)	(0.34)	(−0.16)		
	3.69	−0.003	0.06	−1.40	2.00
	(1.30)	(−0.01)	(0.12)	(−1.77)	(2.57)
1989 年 1 月—1994 年 12 月	0.70	0.80	−0.10		
	(0.41)	(1.60)	(−0.39)		
	0.15	0.77	−0.13	−0.50	0.77
	(0.09)	(1.62)	(−0.54)	(−2.40)	(2.97)
1995 年 1 月—1999 年 10 月	−3.30	1.22	0.83		
	(−1.25)	(1.98)	(1.79)		
	−3.09	1.18	0.84	0.21	−0.06
	(−1.16)	(1.91)	(1.80)	(0.45)	(−0.13)
1989 年 1 月以后	−0.88	1.01	0.19		

续前表

时期					
	(−0.58)	(2.56)	(0.79)		
	−1.08	0.96	0.17	−0.29	0.48
	(−0.73)	(2.48)	(0.72)	(−1.40)	(2.06)
因变量 $R_{独立,t}$					
所有月份	0.62	0.62	0.14		
	(0.53)	(2.27)	(0.73)		
	0.45	0.59	0.13	−0.36	0.52
	(0.39)	(2.18)	(0.68)	(−2.00)	(2.57)
1988 年 12 月以前	3.41	0.09	0.06		
	(1.76)	(0.26)	(0.16)		
	2.09	0.03	0.06	−0.59	1.32
	(1.11)	(0.10)	(0.18)	(−1.14)	(2.56)
1989 年 1 月—1994 年 12 月	0.93	0.77	−0.16		
	(0.60)	(1.69)	(−0.70)		
	0.52	0.78	−0.20	−0.58	0.78
	(0.35)	(1.81)	(−0.91)	(−3.01)	(3.37)
1995 年 1 月—1999 年 10 月	−3.02	1.34	0.66		
	(−1.16)	(2.21)	(1.43)		
	−2.85	1.33	0.67	0.28	−0.19
	(−1.08)	(2.16)	(1.45)	(0.60)	(−0.41)
1989 年 1 月以后	−0.62	1.06	0.08		
	(−0.43)	(2.81)	(0.37)		
	−0.77	1.03	0.07	−0.33	0.45
	(−0.54)	(2.77)	(0.29)	(−1.64)	(2.02)
B 部分：流动与非流动股票					
因变量 $R_{流动,t}$					
所有月份	0.60	0.66	0.25		
	(0.46)	(2.16)	(1.14)		
	0.44	0.65	0.24	0.11	−0.00
	(0.33)	(2.08)	(1.09)	(0.81)	(−0.03)
1988 年 12 月以前	5.42	0.23	0.03		
	(1.62)	(0.41)	(0.05)		
	5.05	0.29	−0.30	1.67	−1.12
	(1.36)	(0.48)	(−0.43)	(1.53)	(−1.21)

续前表

时期					
1989年1月—1994年12月	0.65	0.81	−0.06		
	(0.41)	(1.76)	(−0.26)		
	1.07	0.67	0.02	0.37	−0.29
	(0.66)	(1.44)	(0.09)	(1.79)	(−1.70)
1995年1月—1999年10月	−3.33	1.30	0.77		
	(−1.28)	(2.13)	(1.66)		
	−3.59	1.24	0.72	−0.05	0.20
	(−1.36)	(2.03)	(1.56)	(−0.25)	(1.13)
1989年1月以后	−0.92	1.05	0.19		
	(−0.63)	(2.78)	(0.83)		
	−1.03	1.02	0.19	0.07	0.02
	(−0.70)	(2.68)	(0.82)	(0.49)	(0.20)
自变量 $R_{非流动,t}$					
所有月份	2.59	0.47	0.00		
	(1.72)	(1.32)	(0.00)		
	2.05	0.43	−0.03	0.11	0.13
	(1.34)	(1.22)	(−0.12)	(0.71)	(0.97)
1988年12月以前	6.16	0.19	−0.06		
	(1.76)	(0.32)	(−0.09)		
	5.14	0.29	−0.52	2.06	−1.19
	(1.37)	(0.48)	(−0.73)	(1.86)	(−1.28)
1989年1月—1994年12月	2.43	0.59	−0.32		
	(1.15)	(0.96)	(−1.00)		
	2.61	0.33	−0.21	0.56	−0.33
	(1.22)	(0.55)	(−0.66)	(2.05)	(−1.45)
1995年1月—1999年10月	−0.05	0.83	0.51		
	(−0.02)	(1.21)	(0.99)		
	−0.63	0.71	0.41	−0.12	0.43
	(−0.22)	(1.09)	(0.83)	(−0.63)	(2.33)
1989年1月以后	1.46	0.72	−0.06		
	(0.84)	(1.59)	(−0.21)		
	0.97	0.65	−0.08	0.06	0.17
	(0.56)	(1.45)	(−0.30)	(0.37)	(1.19)

续前表

因变量							
C 部分：集团与独立和流动与非流动股票							
自变量和薄弱（R_{11t}）							
整个时期	1.89	0.50	−0.04	0.13	0.18	0.20	−0.26
	(1.14)	(1.30)	(−0.15)	(0.83)	(0.78)	(0.91)	(−0.96)
1988 年 12 月以前	5.31	0.00	−0.31	−0.46	2.41	−1.42	0.38
	(1.74)	(0.01)	(−0.54)	(−0.81)	(3.54)	(−2.57)	(0.52)
1989 年 1 月—1994 年 12 月	0.95	0.40	−0.19	0.06	0.67	0.10	−0.47
	(0.42)	(0.63)	(−0.59)	(0.21)	(2.47)	(0.36)	(−1.29)
1995 年 1 月—1999 年 10 月	2.06	1.07	0.22	0.07	−1.48	0.56	1.03
	(0.64)	(1.44)	(0.39)	(0.31)	(−2.84)	(1.36)	(1.83)
1989 年 1 月以后	0.59	0.81	−0.15	0.10	0.13	0.28	−0.29
	(0.30)	(1.62)	(−0.49)	(0.59)	(0.50)	(1.17)	(−0.97)
自变量和流动（R_{12t}）							
整个时期	0.56	0.65	0.21	0.15	0.23	−0.07	−0.20
	(0.46)	(2.33)	(1.05)	(1.34)	(1.33)	(−0.47)	(−1.03)
1988 年 12 月以前	2.79	0.09	−0.13	−0.22	1.64	−0.93	0.23
	(1.27)	(0.25)	(−0.32)	(−0.53)	(3.35)	(−2.35)	(0.44)
1989 年 1 月—1994 年 12 月	0.74	0.83	−0.03	0.14	0.54	−0.13	−0.35
	(0.48)	(1.90)	(−0.12)	(0.70)	(2.88)	(−0.66)	(−1.40)
1995 年 1 月—1999 年 10 月	−1.31	1.19	0.70	0.17	−0.80	−0.01	0.63
	(−0.52)	(2.05)	(1.58)	(0.93)	(−1.97)	(−0.04)	(1.43)
1989 年 1 月以后	−0.52	1.04	0.14	0.14	0.18	−0.04	−0.21
	(−0.36)	(2.85)	(0.64)	(1.14)	(0.97)	(−0.22)	(−0.95)
集团和薄弱（R_{21t}）							
整个时期	1.44	0.29	0.03	0.07	0.48	0.09	−0.29
	(0.94)	(0.83)	(0.10)	(0.47)	(2.23)	(0.44)	(−1.16)
1988 年 12 月以前	5.34	−0.01	−0.51	−0.79	3.68	−2.08	0.21
	(1.42)	(−0.01)	(−0.72)	(−1.12)	(4.38)	(−3.04)	(0.23)

续前表

因变量							
1989 年 1 月—1994 年 12 月	1.76	0.45	−0.30	−0.26	0.87	0.05	−0.21
	(0.81)	(0.73)	(−0.93)	(−0.89)	(3.31)	(0.18)	(−0.60)
1995 年 1 月—1999 年 10 月	0.44	0.31	0.75	0.13	−1.09	0.28	0.89
	(0.20)	(0.59)	(1.89)	(0.84)	(−2.98)	(0.98)	(2.25)
1989 年 1 月以后	0.45	0.46	−0.04	0.04	0.37	0.17	−0.27
	(0.26)	(1.06)	(−0.13)	(0.26)	(1.67)	(0.81)	(−1.04)
集团和流动（R_{22t}）							
整个时期	0.18	0.61	0.26	0.10	0.29	−0.06	−0.15
	(0.12)	(1.80)	(1.09)	(0.76)	(1.41)	(−0.33)	(−0.63)
1988 年 12 月以前	6.69	0.01	−0.33	−0.85	3.36	−1.92	−0.05
	(1.84)	(0.01)	(−0.48)	(−1.25)	(4.16)	(−2.92)	(−0.06)
1989 年 1 月—1994 年 12 月	0.07	0.73	−0.04	−0.06	0.59	0.02	−0.28
	(0.04)	(1.41)	(−0.14)	(−0.25)	(2.64)	(0.09)	(−0.94)
1995 年 1 月—1999 年 10 月	−2.34	1.11	0.91	0.19	−0.98	−0.12	0.93
	(−0.87)	(1.78)	(1.91)	(1.00)	(−2.24)	(−0.35)	(1.97)
1989 年 1 月以后	−1.36	0.99	0.20	0.08	0.18	−0.00	−0.11
	(−0.84)	(2.40)	(0.26)	(0.60)	(0.85)	(−0.02)	(−0.46)

注意：先计算集团企业 $R_{集团}$ 与独立企业 $R_{独立}$、流动企业 $R_{流动}$ 与非流动企业 $R_{非流动}$ 的价值—权重资产组合每月收益（以美元单位计量，%），然后把这四种资产组合每月收益横截面数据与美国和日本市场上的价值—权重市场资产组合（$EMKTR_{US,t}$ 和 $EMKTR_{JP,t}$）的滞后收益和超额收益进行回归。R_{ijt} 表示 t 月份 ij^{th} 资产组合的收益，I＝独立（1）或集团（2），j＝薄弱（1）或（流动）。1997 年 12 月以前在美国和日本的市场收益（%）分别来自 CRSP 和 PACAP。1998 年 1 月以后的市场收益来自数据流。第 A 部分显示了来自回归的结果，对应的 t 统计量显示在括号中。第 B 部分显示了利用 $R_{集团}$ 和 $R_{独立}$ 作为回归量的 $EMKTR_{US,t}$（β^{US}）系数的不同和利用 $R_{集团}$ 与 $R_{独立}$ 作为回归量的 $EMKTR_{JP,t}$（β^{JP}）系数的不同。

表 10—8 的 A 部分显示的回归还提供了关于自由化对市场效率和市场一体化的影响的证据。对于集团和独立企业，自由化以后，收益和滞后收益之间的关系都有相当程度的下降，印尼股票收益和美国股票收益之间的关系也下降。为了了解自由化以后这些趋势是否继续存在，我们将金融自由化之后的整个时期划分为两个子时期：1989—1994 年和 1995—1999 年。如表 10—8 所示，在后一个五年，集团和独立企业股票的现实收益和滞后收益的关系，美国和印尼股票价格的关系都得到加

强。而且，在近期，我们观察到印尼家族企业的股票收益和日本股票收益之间存在正的且边际显著的关系。这种关系对于独立企业就弱一些。

我们还检验，流动性股票是否比非流动性股票更易受外国市场影响。表10—8的B部分显示，确实如此。确切地讲，在金融自由化之后，只有流动性股票才受到美国市场的显著影响，并且这种影响日益增强。金融自由化之前，无论流动的或者非流动的印尼股票与美国或者日本的收益都不相关。另外，虽然外国市场对非流动股票影响不显著，但 404
似乎这种影响正在日益加强。表10—8的C部分进一步显示，印尼股票和外国市场之间关系的决定因素是流动性而不是集团联系。

总之，金融自由化之后，印尼股票市场似乎变得更加有效，更加融入全球股票市场。1994年，印尼政府解除了对外国直接投资的一系列管制，它允许外国投资者拥有新建印尼公司100%的股权，该重要举措执行之后，其股票市场确实更有效了。显然，流动性较之集团联系对印尼股票与外国市场的联系程度影响更大。

10.7 存在集团因素吗?

我们关于这个问题的讨论显示，集团企业与独立企业相比具有根本的不同。确切地讲，它们更容易进入金融市场，并拥有具有潜在价值的政治关联。如果企业集团得益于它们的政治关联，那么它们的股票将会对影响这些关联价值的政治改变很敏感。另外，因为我们相信，企业集团更容易吸引外国机构，它们的股票价格应该对国际机构投资者的状态改变更加敏感。

为了检验集团企业股票价格共同波动的程度，我们检验了不同组股票之间的收益相关性。我们尚未发表的分析显示，集团企业间（不在同 405
一组中）的平均相关性高于一个集团企业与一个独立企业之间的平均相关性。这些相关性的不同统计显著，并支持了存在反映股票对政治改变或者机构投资者的敏感性的集团因素的观点。然而，关联性不同的数量并不特别巨大，当我们观察各子时期，只有在1997年之后的金融危机时期才出现统计显著。

10.8 集团关联、财务杠杆和增长

对于这一点，我们认为，印尼金融自由化对上市企业的数量和规模都具有深远影响。另外，我们认为，股票分析家将更多的注意力集中在集团企业而不是独立企业。这对集团和独立企业股票类型的时间序列和横截面相关产生一些影响；然而，两类股票的平均收益并没有显著不同。也就是说，从估价的角度，我们无法断言，自由化并不对集团企业显著有利，也不对独立企业显著有利。

在这一部分，我们检验了20世纪90年代独立企业与集团企业的财务杠杆和投资水平。表10—9显示的证据表明，在我们的样本期间，随着账面值的实质性增加，负债比股权的比率也增加。然而，采用股票市值度量的负债比股权比率只有适度增加。在任何情况下，证据都不支持以下观点，即，股票市场越有效，股权融资的成本就会越低，从而使企业不向负债融资倾斜。另外，证据也不支持，较难获得银行负债的独立企业的负债比率比集团企业的负债比率更具有系统性差异。

表10—9 **企业集团与独立企业的财务杠杆与增长率**

年份		1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
D_BA	所有	0.14	0.11	0.12	0.18	0.18	0.33	0.35	0.29	1.16	0.89	1.09	2.05	3.02
		(12)	(12)	(18)	(15)	(28)	(80)	(82)	(104)	(29)	(117)	(188)	(179)	(107)
	家族	0.10	0.08	0.06	0.18	0.17	0.32	0.36	0.30	1.21	0.97	1.02	2.08	3.45
		(8)	(7)	(9)	(10)	(21)	(53)	(54)	(75)	(22)	(87)	(105)	(100)	(58)
	独立	0.32	0.20	0.24	0.18	0.22	0.38	0.30	0.27	0.61	0.44	1.28	2.00	1.98
		(4)	(5)	(9)	(5)	(7)	(27)	(28)	(29)	(7)	(30)	(83)	(79)	(49)
D_MA	所有	0.32	0.36	0.19	0.10	0.14	0.36	0.36	0.20	0.21	0.24	0.26	0.39	0.39
		(12)	(12)	(18)	(15)	(28)	(80)	(82)	(104)	(97)	(117)	(188)	(179)	(107)
	家庭	0.27	0.29	0.14	0.08	0.13	0.36	0.36	0.20	0.23	0.25	0.26	0.40	0.38
		(8)	(7)	(9)	(10)	(21)	(53)	(54)	(75)	(70)	(87)	(105)	(100)	(58)
	独立	0.55	0.68	0.32	0.21	0.22	0.37	0.33	0.18	0.13	0.16	0.25	0.37	0.41
		(4)	(5)	(9)	(5)	(7)	(27)	(28)	(29)	(27)	(30)	(83)	(79)	(49)
Grw_BA	所有	−0.19	0.17	0.03	0.23	0.56	0.52	0.43	0.30	−0.32	1.30	0.25	−0.25	−0.34
		(11)	(12)	(16)	(15)	(26)	(75)	(76)	(89)	(66)	(95)	(133)	(178)	(106)
	家庭	−0.15	0.09	0.08	0.25	0.47	0.55	0.49	0.27	−0.31	0.47	0.25	−0.28	−0.51
		(7)	(7)	(8)	(10)	(21)	(48)	(50)	(65)	(52)	(70)	(95)	(100)	(57)

续前表

年份		1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Grw_BA	独立	−0.33	0.50	−0.12	0.17	1.27	0.41	0.15	0.39	−0.44	3.79	0.26	−0.16	0.07
		(4)	(5)	(8)	(5)	(5)	(27)	(26)	(24)	(14)	(25)	(38)	(78)	(49)
Grw_BE	所有	−0.31	0.40	0.13	0.29	0.67	0.30	0.19	0.37	0.36	1.06	0.25	−0.76	0.54
		(11)	(14)	(16)	(17)	(37)	(94)	(101)	(108)	(74)	(95)	(133)	(178)	(105)
	家庭	−0.31	0.22	0.16	0.15	0.63	0.32	0.20	0.28	0.38	0.48	0.25	−0.77	0.40
		(6)	(7)	(8)	(9)	(26)	(55)	(58)	(73)	(56)	(70)	(95)	(100)	(57)
	独立	−0.31	0.80	0.01	0.72	1.01	0.21	0.13	0.70	0.16	2.80	0.26	−0.73	0.96
		(5)	(7)	(8)	(8)	(11)	(39)	(43)	(35)	(18)	(25)	(38)	(78)	(48)

注意：这张表显示了价值—权重资产组合的负债比账面资产的比率（D/BA）、负债比市场资产比率（D/MA）、账面资产年增长比率(Grw_BA，以美元计量）和账面股票年增长比率（Grw_BE，以美元计量)。负债是长期债务和短期债务的总合。所有的增长比率计算都按照 $(V_t-V_{t-1})/V_{t-1}$，其中，V_t 是 t 年度会计变量的值。市场资产按照总负债加上股票市值(ME）计算。t 年度 12 月企业的市场资本作为资产组合的权重。所有的比率和增长率都在上下限 1%调整。企业的数量在括号中标明。

表 10—9 还提供了集团企业和独立企业的资产和负债的增长率。我们利用这些增长比率作为企业资本支出的代表，这些数据我们仅观察了少数公司。表中的数据表明，在金融危机之前，印尼企业增长相当迅速。然而，我们没有发现独立企业和集团企业的增长率之间有明显不同。

10.9 结　论

现在，有实质性证据表明，更加活跃更加开放的股票市场促进了经 *408*
济增长。如果确实如此，那么我们必须发问，为什么发展中国家和地区直到 20 世纪 80 年代末期和 90 年代早期才向外国投资者开放它们的股票市场。

这个问题有很多潜在答案。第一，虽然在事后看来，金融自由化似乎是好事，但在事先，向全球经济开放金融市场也充满了风险。的确，亚洲危机的近期经验显示，存在与全球金融市场相关的潜在成本。解释发展中国家和地区似乎不愿意开放它们的金融市场的第二个理由与更加开放的金融系统的分配效应相关。确切地讲，如果具有获得资本特权的政治势力家族在获得资本方面丧失了相对于独立企业家的优势，那么他

们将会拒绝自由化。

这一章的证据并不支持这样的观点，即主要由印尼势力家族控制的集团企业在自由化之后比独立企业遭受更多的冲击。的确，在很多方面，我们几乎没有发现集团和独立企业之间的差别。我们发现的集团与独立企业之间最重要的区别是更多的股票分析家追随集团企业，即使控制了规模。然而，我们的证据与以下假设矛盾，即因为分析家报告越多，所以集团企业被更有效地定价。而且，在它们获得资本方面，我们并没有发现因为更多的分析家报告所带来的明显不同。

集团和非集团企业收益的相似可能反映了集团关联是政治关联差劲的预言者。不是所有的集团企业都平等关联，可能有很多独立企业比集团企业具有更好的政治关联。进一步的研究应该更加细致地检验企业的政治关联，并直接检验，围绕不同的政治事件，政治关联和股票收益、投资决策和融资决策之间的关系。

409 在结束之前，我们应该强调，要警惕将印尼的投资增加和经济增长归功于 20 世纪 90 年代前半期其股票市场的开放。20 世纪 80 年代末和 90 年代初，印尼发生了很多改革，不可能将它们的影响区分开来。例如，除了允许股票的外国所有权，印尼人还缩减了关税和进口额外费，对银行业放松了管制，并最终导致很多国有企业私有化。还有很多影响增加了公司和投资者之间的信息沟通，这也潜在地促进了公司治理和效率。也许，更重要的是减少了官僚对资本形成的障碍。例如，允许建旅馆的许可证数量从 33 减少到 2。希望进一步的检验将会有助于我们理解这些改革中哪些最成功。

参考文献

Bailey, Warren, and Connie Mao. 2000. Investment restrictions and the cross border flow of information: Some empirical evidence. Working Paper, Johnson Graduate School of Management, Cornell University.

Claessens, St jn, Simeon Djankov, Joseph P. H. Fan, and Larry Lang. 2000. Expropriation of minority shareholders in East Asia. Working Paper 2088, Financial Sector Department, World Bank.

Demirgüç-Kunt, Asll, and Vojislav Maksimovic. 1998. Law, finance, and

firm growth. Journal of Finance 53：2107－2137.

Fisman，Raymond. Forthcoming. Estimating the value of political connections. *American Economics Review*.

Henry，Peter Blair. 2000. Stock market liberalization，economic reform，and 410
emerging market equity prices. *Journal of Finance* 55：529－564.

Levine，Ross. 1997. Financial development and economic growth：Views and agenda. *Journal of Economic Literature* 35：688－726.

Rajan，Raghuram，and Luigi Zingales. 1998. Financial dependence and growth. *American Economic Review* 88：559－587.

Roll，Richard. 1995. An empirical survey of Indonesia equities' 1985—1992. *Pacific-Basin Finance Journal* 3：159－192.

【注释】

[1] 此文献的出色回顾，见莱文（1997）。

[2] 德米尔古克-肯特和马克斯诺维奇（1998）与雷金和津格利斯（1998）检验了发展总经济中的个体企业增长率，因此避免了出现这种因果问题。

[3] 我们也利用时间序列回归和横截面回归检验了集团影响。结果显示，金融危机之后，除了两次与货币和政变相关的事件之外，集团影响非常强烈。

索　引

注意到：粗体页码表明一章从该页开始。以下的缩写词被用于页目录：

t. 或者 tt. ＝ 表或者多份表

f. 或者 ff. ＝ 数据或者多处数据

Accounting standards，会计准则，278－280，280t.，293，373n. 4

Account index，会计指数，124t.，128，132

Acquisitions，兼并，See Corporate takeovers，参见公司接管

Activity of banks，stock markets and other financial institutions，银行、股市和其他金融机构活动，106f

Agency problems，代理问题，See also Governing policy，也参见治理政策，144，145

Aivazian，V. et al.，艾瓦吉恩，V. 等，351

Allen，F.，艾伦，8

Allen，F.，and D. Gale，艾伦和盖尔，5，7，189

Anglo-Saxon model，盎格鲁－萨克逊模型，143

Anti-director index，制约董事指数，198－199t.，203，206，207，212，222－223t

Antitakeover measures，反接管度量，See also Corporate takeovers，也参见公司接管，169

Arellano，M.，and S. Bond，阿雷拉

诺，M. 和 S. 邦德，323
Arellano，M.，and O. Bover，阿雷拉诺，M. 和 O. 博韦，323
Argentina，86t.，110 276t.，阿根廷，208
banking sector，银行部门，87t.，107t.，246t.，356
corporate financing decisions，公司融资决策，250，348，351
data sources，数据来源，39，43
debt maturity structure，债务到期结构，365，366-369t.，370-371
degree of dollarization，美元化程度，348，365，370
financial liberalization effects，金融自由化效果，348，364-365，366-369t.，370-371
financial structure，金融结构，118t.，121t.，200-201t.，234t.，248t
firm-specific characteristics，公司特征，365，368t
foreign bank assets，外国银行资产，87t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，86t.，96t.，103t.，105t
market capitalization，市值，87t.，118t.，275t
trade indicators，贸易指标，87t.，113t.，115t.，118t
Argentina (tables by title)，阿根廷（表格抬头）
Argentina，阿根廷，366-367t
Argentina (instrumental variables)，阿根廷（工具变量），368-369t
K.，Arrow，K.，阿罗，148
Asia. See also by country，亚洲。也见按国家和地区
Asian crises (1997，1998)，亚洲危机（1997，1998），358t.，360t.，362t.，364，367t.，372，408
Asian Tigers，亚洲四小虎，267，268t.，270，271，272，275t.，395
domestic equity markets，国内股票投资市场，277
East Asia，东亚，370
Australia，澳大利亚，92，89t.，96t.，100，226t
banking sector，银行部门，86t.，87t.，107t.，110t.，246t
data sources，数据来源，43
financial structure，金融结构，118t.，119t.，121t.，200-201t.，234t.，248t
foreign bank assets，外国银行资产，87t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，86t.，96t.，103t.，105t.，114t
market capitalization，87t.，市值，118t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，86t.，107t.，110t
rule of law in，法律规则，203
trade indicators，贸易指标，87t.，114t.，116t.，118t
Austria，澳大利亚，89t.，115，225
as a bank-based system，作为一个银

行导向系统，101，103，120，248t
banking sector，银行部门，86t.，87t.，107t.，1，246t.，248t
data sources，数据来源，39，44-45
financial structure，金融结构，118t.，119t.，121t.，200-201t.，229t.，234t.，248t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，86t.，96t.，103t.，105t.，106t.，113t
market capitalization，市值，87t.，119t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，86t.，107t.，110t
rule of law in，法律规则，203
trade indicators，贸易指标，87t.，113t.，115t.，119t

Bahamas，巴哈马群岛，45
Balance-sheet items，资产负债表项目，247，248-249t.，249
Banco de Chile，智利银行，305
Banco de Santiago，圣地亚哥银行，305
Bandiera，O. et al.，班迪拉，O. 等，307
Bangladesh，孟加拉国，96t
as a bank-based system，作为一个银行导向系统，120，248t
banking sector，银行部门，86t.，87t.，107t.，108t.，137n. 5
data sources，数据来源，39
financial structure，金融结构，116，118t.，121t.，200-201t.，229t.，234t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，86t.，96t.，103t.，105t.，113t
market capitalization，市值，87t.，118t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，86t.，107t.，110t
trade indicators，贸易指标，87t.，113t.，115t.，118t
Bank assets，银行资产，91t.，133f
Bank-based systems，银行导向系统，83，121t.，200-201t.，290-291，356
bank performance in，银行绩效，243，250，251t
classification of，823，的分类，116-117，197，198-199t.，248t
corporate financing decisions in，公司融资决策，347
debt leverage in，债务杠杆，170-173，177-178
of developed countries，发达国家的，117，119-120
shortcomings of (view)，(观点) 的缺点，191
Bank-based systems (countries)，银行导向型国家
Austria，澳大利亚，101，103，120，248t
Germany，德国，81，103，120，179，243，248t
Indonesia，印尼，120，248t.，356
Japan，日本，120，143，173，177-179，248t
Portugal，葡萄牙，101，103，120
vs. market-vased，对市场外表的，248-

49t
Bank-based view of financial structure, 金融结构的银行导向观点, 7, 143-144, 190
and external finance, 和外部融资, 214-215
growth of firms and, 企业的成长和, 227
long-term relationships, 长期关系, 155-156, 350
Bank-based vs. market-based financial systems, 银行导向和市场导向金融系统, 356f
Bank-based vs. market-based systems, 银行导向系统和市场导向系统, 81, 124-125t., 168, 347
capital flows, 资本流动, 347
emerging markets, 新兴市场, 349-350, 356f., 356, 357, 358-359t., 360t., 361, 362t., 362-363t., 364, 371-372
Bank-centered model, 银行中心模型, See Bank-based systems; Bank-based view of financial structure, 参见银行导向系统; 金融结构的银行导向观点
Bank concentration, 银行集中度, 28f., 87t., 91t., 91, 279, 280t., 281-282
Bank credit measures, 银行信贷指标, 197, 198-199t., 202
bank credit, 银行信贷, 248-249t., 249, 250
bank credit vs. trading, 银行信贷比交易, 107t., 107-108t., 108t., 137n. 5
Banking regulations, RESTRICT index, 银行监管, 限制指数, 124t., 129-130
Banking sector, 银行部门, See also Bank performance; Bank profitability; Central banks; Deposit money banks, 也见银行绩效; 银行利润; 中央银行; 存款货币银行, 86t., 104, 106t., 107-105t., 108-109
bank assets, 银行资产, 84, 85, 90f., 91t., 133f
bank concentration, 银行集中度, 86t., 87t., 88t., 90f., 28f., 91t., 91, 279, 280t., 281-282
bank credit, 银行信贷, 197, 198-199t., 202, 248-249t., 249, 250
bank debt, 银行负债, 174
bank/GDP ratio, 银行/GDP 比率, 246, 248t., 249, 253t
bank/stock trading ratio, 银行/股票交易比率, 288t
banks vs. capitalization measure, 银行比市值, 100, 101f., 102-103t., 103-104, 105-106t., 131
development over time, 跨期发展, 132, 133f., 134f., 134, 310f., 310
efficiency of, 的效率, 25-29, 28f., 85, 90-91, 112f
private credit, 私人信贷, 24f
public bank share of high-income and low-income countries, 高收入国家与低收入国家公共银行股份的规模, 87t., 89t., 90f., 91t., 91
size of, 的规模, 17, 246, 248t.,

249
in underdeveloped countries，在不发达国家，117，119-120，137n. 5
Banking sector (tables by title)，银行部门（表格抬头）
bank characteristics，银行特征，246-247t
bank credit vs. trading，银行信贷比交易，107-108t
bank interest margins and financial structure，银行利息收入与金融结构，256t
bank performance and financial structure，银行绩效和金融结构，251t
bank profitability and financial structure，银行盈利率和金融结构，253t
banks vs. capitalization，银行比市值，102-103t
banks vs. other financial institutions，银行对其他金融机构，105-106t
Bank net interest margins，银行净利息收入，85-91，86t.，87t.，88t.，89t.，90f.，91t.，95，111
financial structure and，金融结构和，256t
as a measure of bank performance，作为银行绩效的一种指标，244
Bank for International Settlement (BIS)，国际清算银行，33，76
Bank performance，银行绩效，243，244-245，250-253，251t.，253t.，254-255，257-258
across bank-based vs. market-based systems，银行导向的系统和市场导向的系统，243，244，250，251t
data and methodology，数据和方法，244，245，246t.，249，250
Bank profitability，银行盈利率
balance-sheet items，资产负债表项目，247，248-249t.，249
financial structure and，金融结构，243，253t.，257-258
as measure of performance，作为绩效的一种指标，244
Net Margin/total assets ratio，净利息收入/总资产比率，245，246-247t.，247，258
Overhead/total assets ratio，管理成本/总资产比率，245，246-247t.，252，253t.，256t.，258
Profit/total assets ratio，利润/总资产比率，245，246-247t.，252，258
Bankruptcy，破产，169-171，174，180-181
IBCA，Bankscope database，IBCA，银行概览数据库，27，38，78n. 10，245
Bank/stock trading index，银行/股票交易指数，288t
Bank/trading ratios，107t.，银行/交易指数，107-108t.，137n. 5，289
emerging markets，新兴市场，289
Banking vs. market capitalization，银行比市值，See also Bank-based vs. market-based systems，也参见银行导向系统和市场导向系统，100，102-103t.，103-104，105-106t.，131

Barbados，巴巴多斯（岛）
banking sector，银行部门，86t.，87t.，107t.，108t.，137n. 5
data sources，数据来源，45
financial structure，金融结构，118t.，121t.，200－201t.，229t.，234t
foreign bank assets，外国银行资产，87t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，86t.，96t.，103t.，105t.，113t
market capitalization，市值，87t.，118t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，86t.，108t.，111t
trade indicators，贸易指标，87t.，113t.，115t.，118t
Basch，M.，and R. Fuentes，巴希，M. 和 R. 富恩茨，311
Beck，T.，A. Demirgüç，and R. Levine，贝克，T.，A. 德米尔古克和 R. 莱文，6，17
Beck，T.，A. Demirgüç，R. Levine，and V. Maksimovic，贝克，T.，A. 德米尔古克，R. 莱文和 V. 马克斯诺维奇，189
Beck，T. and R. Levine，贝克，T.，和 R. 莱文，191，194，221
Beck，T.，R. Levine，and N. Loayza，贝克，T.，R. 莱文和 N. 罗扎，22
Belgium，比利时，96t
as a bank-based system，作为一个银行导向的系统，120，248t
banking sector，银行部门，86t.，87t.，107t.，108t.，246t
data sources，数据来源，39，45－46
external finance/foreign bank assets，外部融资/外国银行资产，87t.，276t
financial structure，金融结构，118t.，121t.，200－201t.，229t.，234t.，248t.，275t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，86t.，96t.，103t.，105t.，113t
market capitalization，市值，87t.，118t.，275t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，86t.，108t.，110t
rule of law in，法律规则，203
trade indicators，贸易指标，87t.，113t.，115t.，118t. Belize，46
Berger，P. G.，E. Ofek and D. L. Yermack，伯杰，P. G.，E. 奥菲克和 D. L. 约马克，170
Berglof，E.，and E. Perotti，伯格洛夫，E. 和 E. 佩罗特，166
Berle，A.，and G. Means，伯利，A. 和 G. 米恩斯，19
Bhide，A.，彼得，A.，162，190，349
BIS（Bank for International Settlement），国际清算银行，33，76
Black market（s），黑市，138n. 14
Bolivia，玻利维亚
banking sector，银行部门，86t.，87t.，107t
central bank assets，中央银行资产，86t.，248t.，249
data sources，数据来源，39，46

financial structure，金融结构，118t.，121t.，200－201t.，229t.，234t.，248t
GDP and financial system efficiency，GDP和金融系统效率，106t.，113t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，86t.，107t.，110t
trade indicators，贸易指标，87t
Bond markets，债券市场，20t.，264，268t.，282，286t
data sources，数据来源，76
development，发展，33，34f，2，7
domestic，国内，271－272，274，286t.，287
in emerging markets，在新兴市场，274，275t.，277，289
international，国际的，269t.，273，281
private，私人的，20t
secondary，次级，33
size of，的规模，32－33
Bosworth，B.，R. Dornbusch，and R. Labán，博斯沃思，B. 和 R. 多恩布什和 R. 拉班，299
Boyd and Smith，伯德和史密斯，212
Brazil，巴西
banking sector，银行部门，86t.，87t.，107t.，108，202
corporate financing decisions，公司融资决策，348－349
country effects，国家效应，359t.，363t
data sources，数据来源，39，46－47
external finance ratios，外部融资比率，276t.，277
financial structure，金融结构，119t.，121t.，200－201t.，226t.，234t.，275t
GDP and financial system efficiency，GDP和金融系统效率，86t.，96t.，103t.，105t.，114t
as a market-based system，作为一个市场导向系统，248t.，356
market capitalization，市值，87t.，119t.，275t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，86t.，107t.，110t
trade indicators，贸易指标，87t.，114t.，116t.，119t
Britain，英国，See United Kingdom，参见联合王国
Business Cycle estimate of growth rate，增长率的经济周期估计，See also Economic growth，也参见经济增长，282－283，284t
Business Environmental Risk Intelligence (BERI)，商业环境风险研究所，259
Business groups，商业集团，See Corporate groups system，参见企业集团系统

Canada，加拿大，39，47－48
banking sector，银行部门，86t.，87t.，107t.，246t
external finance/foreign bank assets，外部融资/外国银行资产，87t.，276t
financial structure，金融结构，119t.，

121t.，200-201t.，229t.，234t.，248t.，275t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，86t.，96t.，103t.，105t.，114t
market capitalization，市值，87t.，119t.，275t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，86t.，107t.，110t
rule of law in，法律规则，203
trade indicators，贸易指标，87t.，114t.，115t.，119t.
Cantale，S.，坎特尔，S.，166
Capital，资本
cost of，的成本，150-151，178-179
venture capital，风险资本，182n. 16
Capital flows，资本流动，347，See also Cash flows；Market capitalization in bank-based vs. market-based systems，也参见现金流动；银行导向型系统和市场导向型系统中的市值，347
financial liberalization and，金融自由化和，377-378
Capital gain disadvantage，资本利的损失，124t.，130
Capital markets，资本市场，See also Equity markets/equities；International capital markets；Primary capital markets，也参见股票市场/股票；国际资本市场；初级资本市场
open markets，公开市场，281，408
securities，有价证券，286t
Capital，venture，资本，风险，182n. 16
Cash flows，现金流动，150，151-152，182n. 19
internal，国内的，215
ownership of，的所有权，164
Center for International Finance Analysis and Research，国际金融分析和研究中心，128
Central banks，18，中央银行，See also Banking sector assets，也参见银行部门资产，86t.，88t.，90f.，24f.，91t.，134f.，134，246，248t.，249，253t
assets/deposit money bank assets ratio，资产/存款货币银行资产比率，24f
assets/total financial assets ratio，银行/金融总资产比率，19t.，21，24f
Chile，智利，92，96t.，101，109
banking sector，银行部门，86t.，107t
consumption smoothing in，平滑消费，342n. 1
data sources，数据来源，48
debt-to-equity ratio，负债与股权比率，330-331，332t
equity in foreign markets，外国市场的股权，300，313-314，314f.，315f.，316f.，340
external finance，外部融资，10，87t.，276t.，225
financial structure，金融结构，10，

1t9t.，121t.，200 - 201t.，229t.，234t.，248t.，299，318 - 320，322t.，324 - 325，330 - 332，332t.，338-340
firm growth，企业成长，333，336，337t.，338
firm-level investment behavior，企业层次投资水平，299，301 - 302，321，324 - 330，326t.，328t.，329t
GDP per capita and growth rates，人均 GDP 和增长率，96t.，113t.，301
governing policy，治理政策，303 - 307
insurance markets in，保险市场，301，316，317-318
investment/capital stock ratio，投资/股本比率，322t
long-term/short-term debt ratio，长期负债/短期负债比率，322t.，330-331，333，334-335t
macroeconomic performance，宏观经济绩效，299，303 - 307，336，337t.，338，339-340
as a market-based system，作为一个市场导向系统，120，248t.，249，318-320，319f.，320f
mutual funds and financial societies，共同基金和金融财团，317-318
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，86t.，107t.，110t
pension fund management companies (PFMCs)，养老基金管理公司，315-316，317f.，342
privatization of state enterprises，国有企业私有化，306
prudential regulation period (1985—1990)，谨慎监管时期 (1985—1990)，306
sales growth，销售增长，322t
trade indicators，贸易指标，87t.，115t.，313，314t.，119t
turnover ratio，换手率，87t.，314 - 315，315f
Chilean banking sector，智利银行部门，86t.，107t.，300 - 301，308 - 311，309t.，310f.，311f.，338 - 340
banking crisis，银行业危机，302，305-306
central bank assets，中央银行资产，86t.，330
Chilean capital markets，智利资本市场，275t.，299-303，306
bond markets，债券市场，308-309，309t.，316，317，318f
market capitalization，市值，119t
1997 capital market law，1997 年资本市场法，307
stock markets，股市，308 - 309，309t.，311 - 315，312f.，313f.，314f.，315f.，316f
Chilean financial system development，智利金融系统发展
credit boom，信贷繁荣，309
data and methodology，数据和方法，320，321-323，340-342
external deregulation period (1991—1999)，外部监管放松时期

(1991—1999), 306-307
financial repression period (pre - 1973), 金融抑制时期, (1973年前), 304
financial crisis (1983 - 1984), 金融危机, 302, 305-306
financial liberalization index, 金融自由化指数, 307, 308t
financial sector performance, 金融部门绩效, 307-309, 308t., 309f., 338-340
liberalization periods (1974 - 1981 and 1991—1999), 自由化时期, 300, 301, 304 - 305, 306 - 307, 319, 339
Chile (figures by title), 智利 (figures by title)
bank activity, 银行活动, 310f
bank efficiency, 银行效率, 311f
bond market capitalization, 债券市值, 318f
financial liberalization index, 金融自由化指数, 308f
financial market development, 金融市场发展, 309f
financial structure (activity), 金融结构 (活动), 320f
financial structure (efficiency), 金融结构 (效率), 321f
financial structure (size), 金融结构 (规模), 319f
pension funds development, 养老基金发展, 317f
primary equity emissions/GDP, 初级股票发行/GDP, 312f
stock market activity, 股票市场活动, 314f
stock market efficiency (stockbroker efficiency), 股票市场效率 (股票经纪人效率), 316f
stock market efficiency (turnover ratio), 股票市场效率 (换手率), 315f
stock market quantity index and GDP, 股票市场数量指数和GDP, 313f
Chile (tables by title), 智利 (表格抬头)
descriptive statistics, 描述统计, 322t
firm growth: firm and macro financial effects, 企业成长: 企业和宏观金融效应, 337t
firm investment and financing constraints (effects by types of firms), 企业投资和金融抑制 (各类企业效应), 326t
firm investment and financing constraints (macro financial effects), 企业投资和金融抑制 (宏观金融效应), 329t
firm investment and financing constraints (the 1990s effect), 企业投资和金融抑制 (20世纪90年代效应), 328t
ratio of long-term to short-term debt and macro financial effects, 长期负债对短期负债比率和宏观金融效应, 334-335t
financial structure, ratio of debt to equity (firm and macro financial

effects)，金融结构，负债与股权比率（企业与宏观金融效应），332t

China，中国，275t.，276t.

Chui，A.，S. Titman，and K. C. John Wei，崔，A.，S. 蒂特曼，和 K. C. 约翰·卫，377

Claesens，A. et al.，科拉森斯，A. 等，26，380

Classification of bank-based and market-based systems，银行导向系统与市场导向系统的分类，116－117，197，198－199t.，248t

Coase theorum，科斯定理，148

J. C.，Jr.，Coffee，J. C.，Jr.，科菲，152

Colombia，哥伦比亚，39，48－49，96t.，204

banking sector，银行部门，86t.，87t.，107t.，108t.，137，246t

credit index，信贷指标，203

external finance，外部融资，87t.，276t

financial structure，金融结构，118t.，121t.，200－2201t.，226t.，234t.，248t

GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，86t.，96t.，103t.，105t.，113t

market capitalization，市值，87t.，118t.，275t

nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，108t.，111t

trade indicators，贸易指标，87t.，113t.，115t.，118t

Colonialism，殖民主义，159，205

Common Law tradition，普通法传统，6，83，122，123，124t.，132，205

market orientation and，市场导向和，123，126

Contract enforcement，合同执行，7，124t.，126－127，259

Enforce index，执行指数，124t.，126－127，132，138n. 10

Cooperative banks，合作银行，28

Corporate financing decisions，公司融资决策，7，143，144－146，*See also* Firm-level analyses in bank-based economies，也参见银行主导经济中的企业层次分析，347

corporate ownership and，公司所有权和，161－167

financial structure and，金融结构和，158－159，373n. 1

flexible finance options and，灵活的金融期权和，174

in market-based economies，在市场导向的经济中，347

transaction costs and，交易成本和，7，143

Corporate groups system，企业集团系统，144，166，377

family/political connections，家庭/政策相关性，378，379

Indonesian，印尼，377

Japanese，日本的，173，178

study data and methodology，研究数据和方法，380－382，383－384t

vs. individual firms，对个体企业，377，379－380，408

whether a group factor exists，是否存在一组因素，380，404-405
Corporate investor/management relationship，公司投资者/管理者关系，148-150
Corporate ownership concentrated，公司所有权集中，161
and corporate financing decisions，和公司融资决策，161-167
diffuse/atomistic，扩散/大量个人小的，161，174，177
Corporate profitability，公司盈利率，144-145，358t.，360t.，362t.，364
Corporate takeovers，公司接管，161-163，167，169，174，179
antitakeover measures，反接管指标，169
hostile takeovers，敌意收购，163，168-169，170，173-174
market for，的市场，173
Correlations of financial intermediary and equity market development with GDP per capita，金融中介和股票市场与人均 GDP 的关系，91t
Correlations of overall size of the financial sector with GDP per capita，金融部门总规模与人均 GDP 的关系，99t
Corruption，腐败，83
Corrupt index，腐败指数，124t.，127，132
Costa Rica，哥斯达黎加
as a bank-based system，作为一个银行导向型系统，120，248t
banking sector，银行部门，86t.，87t.，107t.，108t.，137n. 5
data sources，数据来源，39
financial structure，金融结构，116，118t.，121t.，200-201t.，226t.，234t
foreign bank assets to total assets，外国银行资产比总资产，87t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，86t.，96t.，103t.，106t.，113t
market capitalization，市值，87t.，118t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，107t.，110t
trade indicators，贸易指标，87t.，113t.，115t.，118t.
Cost of capital，资本成本，178-179，*See also* Corporate financing decisions；Debt issuance/debt markets for investor vs. entrepreneur，也参见公司融资决策；债务保险/投资者对企业家的债务市场，150-151
Country effects in emerging markets，新兴市场中的国家效应，352，359t.，363t
Country studies，国家研究，*See also* Argentina；Chile；Emerging markets；Indonesia，也参见阿根廷；智利；新兴市场；印尼，9-11，297
Creditor protection，债权人保护，7，159，174，259
Creditor index，债权人指数，198-199t.，202-203，206，211，212，222-223t
CRIGHTS index，CRIGHTS 指数，124t.，126，132，138n. 9

Cross-country comparisons，国别比较，*See also* High-income and low-income countries compared，也参见高收入国家与低收入国家比较，4，5，8，38-42，42-75，81，141
  financial intermediaries，金融中介，23，24ff
  financial structure，金融结构，15，83，100，121t.，138n. 7，197，198-199t.，200-2201t.，202，234-236t
  financial structure and economic growth，金融结构和经济增长，118-119t.，141
  growth regressions，增长回归，205-207，212
Customer and short-term funding/total assets ratio，客户和短期融资/总资产比率，246-247t.，252，253t.，258
Cyprus，塞浦路斯
  banking sector，银行部门，86t.，87t.，107t.，108t.，137n. 5
  financial structure，金融结构，118t.，121t.，200-2201t.，229t.，234t
  foreign bank assets，外国银行资产，87t
  GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，86t.，96t.，103t.，105t.，113t
  market capitalization，市值，87t.，118t
  nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，86t.，108t.，111t
  trade indicators，贸易指标，87t.，113t.，115t.，118t

Database of international financial systems，国际金融系统数据库，6，17，190
Database，Worldscope，数据库，世界概览，224
Data and methodology of analyses of bank performance across countries，银行绩效跨国比较的分析数据和方法，244，245，246t.，249，250
  cross-country growth regressions，成长回归的跨国比较，205-207，212
  emerging markets firm finance choices，新兴市场企业融资决策，350-355
  financial structure in Chile，智利金融结构，320，321-323，340-342
  financial structure database (overall)，金融机构数据库（总体），6，17，190
  firm-level analyses，企业层次分析，194-195，223-225，227
firm studies in Indonesia，印尼企业研究，40，380-382，383-384t
  industry-level analyses，产业层次分析，194-195，213-216，221
  primary capital markets study，初级资本市场研究，266-267，293-294
Data sources，数据来源
  financial structure database，金融结构数据库，23，27，30，33，35-

76
market capitalization，市值，75
primary capital markets，初级资本市场，76-78
DataStream，数据流，380
Debt claims and debt holders，债权和债权人，*See also* Bankruptcy，也参见破产，126，145-146，155-156，171，267
Debt-equity financing ratios，债务—股权融资比率，264，281，348，352
Debt issuance/debt markets，债务保险/债务市场，170-173，292
collateralized/uncollateralized lending，附属抵押品贷款/无附属抵押品贷款，156，158
debt-equity financing ratios，债务—股权融资比率，264，281，348，352
optimal debt ratio，最优负债比率，171
Debt leverage，and bank-based systems，债务水平，和银行导向系统，170-173，177-178
Debt maturity structure，债务到期结构，See also Long-term finance；Short-term finance，也参见长期融资；短期融资，352
Default，debt，违约，债务，*See also* Bankruptcy，也参见破产，171，173
Demirgüç-Kunt，A.，and H. Huizinga，德米尔古克-肯特，A. 和 H. 休伊曾加，243，251
Demirgüç-Kunt，A.，and V. Maksimovic，德米尔古克-肯特，A. 和 V. 马克斯诺维奇，176，232，243，254，351，354
Demirgüç-Kunt，A.，and R. Levine，德米尔古克-肯特，A. 和 R. 莱文，3，6-7，92，196，254，264，285，287，290，352
Denmark，丹麦，39，49
banking sector，银行部门，86t.，87t.，107t.，246t
financial structure，金融结构，119t.，121t.，200-201t.，226t.，234t.，248t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，86t.，96t.，103t.，105t.，114t
market capitalization，市值，87t.，119t
net interest margin，净利息收入，116t
nonblank financial intermediaries，非银行金融中介，86t.，107t.，110t
rule of law in，法律规则，203
trade indicators，贸易指标，87t.，114t.，116t.，119t.
Deposit insurance，存款保险，83，124t.，130
Deposit money banks，存款货币银行，*See also* Banking sector，也参见银行部门，869t.，96t.，107t
assets，资产，24f.，119，133f.，134f.，134
assets/central bank assets ratio，资产/中央银行比率，24f
assets/total financial assets ratio，资产/金融总资产比率，18，19t.，

21, 22, 24f
claims of on private sector, 86t., 对私人部门的要求权, 119, 133f., 134f., 134
of high-income and low-income countries compared, 高收入国家和低收入国家的比较, 845, 90f., 91t
claims of on private sector/trade indicators, 对私人部门的要求权/贸易指数, 107t
sectors of high-income and low-income countries compared, 高收入国家部门和低收入国家部门比较, 845, 90f., 91t
Deregulation, 放松监管, *See also* Financial liberalization, 也参见金融自由化, 361, 378
Determinants of financial structure, 金融结构的决定因素
correlations, 相关, 125t
means tests, 均值检验, 124t
Developed vs. developing countries, 发达国家和发展中国家, *See also* Emerging markets; High-income and low income countries compared; Nonemerging markets; Under-developed financial systems, 也参见新兴市场；高收入和低收入国家比较；非新兴市场；发展中金融系统, 121t., 286t., 288t., 289, 377
Development banks, 发展银行, 29, 94f. A, B
Dewenter, K. L., and V. A. Warther, 德温特, K. L. 和 V. A. 沃瑟, 178
Diamond, D. W., 戴蒙德, D. W., 152, 172-173
Diversification discount, 多样化贴现, 179
Dividend disadvantage, 股利缺点, 124t., 130
Dollarization, 美元化, 348, 356, 370
Domestic bond markets, 国内债券市场, 271-272, 274, 286t., 287
Domestic equity markets, 国内股权市场, 267, 268t., 270, 286t
Asian Tigers, 亚洲四小虎, 277
emerging markets, 新兴市场, 290
Domestic financing, 国内金融
capabilities, 容量, 225, 226t., 228t
investment, 投资, 152
vs. external financing, 和外部融资, 264
Dominican Republic, 多米尼亚共和国, 50
Domowitz, I., J. Glen, and A. Madhavan, 德莫维茨, I., J. 格伦和 A. 马达弗恩, 263, 264
Drug industry, 药业, 216

Earnings/assets ratio, 利润/资产比率, 224, 247
East Asia, 370, 东亚, *See also* Asia; *and by country*, 也参见亚洲, 按国家和地区
Economic growth, 经济增长, *See also* Financial structure and economic growth; GDP per capita; Macroeconomic factors, 也参见金融结构和经济增长；人均 GDP；宏观经济因素

Economic periods，经济时期
Business Cycle estimate of growth rate，增长率的经济周期估计，282-283，284t
comparative，比较，144
components，组成，204
corporate groups and，企业集团和，377
cross-country growth regressions，国别增长回归比较，205-207，212
Growth measure，增长度量，253t.，256t
legal factors and，法律因素，176-177
long-run growth，长期增长，207-208，209t.，210t.，210，211t
Long-Term Growth estimate，长期增长估计，283-284，284t.，285
new firm creation，新企业创建，11-12，219-221，220-221t.，222-223t
1986—1991 period，1986—1991 年时期，284
1998 global crisis，1998 年全球危机，348
in Argentina (pre/post financial liberalization)，在阿根廷（金融自由化前/后），348，364-365，366-369t.，370-371
Asian crises (1997，1998)，亚洲危机，358t.，360t.，362t.，364，367t.，372，408
in Chile，在智利，299-300，301，302，303-307
emerging markets liberalization (late 1980s and 1990s)，新兴市场自由化，347，378
Indonesian financial crisis period，印尼金融危机时期，386，405
Mexican crisis (1995)，墨西哥危机，348，358t.，360t.，362t.，364，367t.，371-372
preliberalization vs. postliberalization periods in emerging markets，新兴市场自由化前后时期的对比，351，353，358t.，360t.，362t.，364
Ecuador，厄瓜多尔，39，49-50
banking sector，银行部门，86t.，87t.，107t.，108t.，137n. 5，246t
credit index，信贷指标，203
financial structure，金融结构，118t.，121t.，200-201t.，229t.，234t.，248t
foreign bank assets，外国银行资产，87t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，86t.，96t.，103t.，105t.，113t
market capitalization，市值，87t.，118t
nonblank financial intermediaries，非银行金融中介，86t.，108t.，110t
trade indicators，贸易指标，87t.，113t.，115t.，118t
Efficiency of financial systems，金融系统效率，196，198-199t.，209t.，210t

Efficiency and market structure of commercial banks，效率和商业银行的市场结构，28f
Efficiency of stock markets vs. banks，股票市场和银行的效率的对比，112f
Egypt，埃及，50-51
banking sector，银行部门，86t.，87t.，107t.，108t.，137n. 5
credit index，信贷指数，203
data sources，数据来源，40
financial structure，金融结构，118t.，121t.，200-201t.，226t.，234t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，86t.，96t.，103t.，106t.，113t
market capitalization，市值，87t.，118t
nonblank financial intermediaries，非银行金融中介，86t.，108t.，110t
trade indicators，贸易指标，87t.，113t.，115t.，118t.
El Salvador，萨尔瓦多，51
Emerging markets，新兴市场，264-265，267，268t.，270-274，275t.，286t.，288t
access to international markets，进入国际市场的途径，352，371
asset tangibility (firm-level)，有形资产（企业层次），353，361，363，371
bank-based vs. market-based systems，银行导向系统和市场导向系统，349-350，356f.，356-364，358-359t.，360t.，362t.，362-363t.，371-372
bank/trading ratios，银行/贸易比率，289
bond markets in，的债券市场，274，275t，277，289
country effects in，的国家效应，352，359t.，363t
debt/equity financing，债务/股权融资，352，356f.，357，358t.，360t.，361，362t
development of，的发展，47，356f
domestic equity in，国内股权，290
external vs. internal financing，外部对内部融资，352
firm-specific characteristics，企业特质，352，361，371，373
long-term debt/equity ratio，长期债务/股权比率，356f.，358t.，360t.，362t.，364
macroeconomic factors，宏观经济因素，352，353
maturity structure of debt，债务到期结构，352，357
preliberalization vs. post liberalization，金融自由化前对金融自由化后
periods in，的时期，351，353，358t.，360t.，362t.，364
retained earnings over total debt，未分配利润比总负债，352，358t.，360t.，362t
short-term debt/equity ratio，短期负债/股权比率，352，356f.，358t.，360t.，362t.，364

short-term/total debt ratio，短期/总负债比率，356f.，358t.，360t.，362t
study data and methodology，研究数据和方法，350-355
Emerging Markets Database，IFC，新兴市场数据库，17，33，75，351
Enforce（contract enforcement index），执行（合同执行指数），124t.，126-127，132，138hA0
England，英国，*See* United Kingdom，参见联合王国
English Common law system，英国普通法系，*See* Common Law tradition，参见普通法传统
Entrepreneurs，146，152-153，企业家，*See also* Corporate financing decisions；Corporate ownership，参见公司融资决策；公司所有权
access to equity markets，进入股权市场的途径，157
shareholders and，股东和，164-166
Entry restrictions，280t.，进入限制，281
Equity issues/GDP ratio，股票发行/GDP 比率，32-33
Equity markets/equities，股票市场/股权，286t
activity measures，活跃性指标，92，104，106f.，107-108t，108-109
corporate financing decisions and，公司融资决策和，158，159
development over time，93f.，长期发展，30，134，135f.，136f
domestic，国内的，267，268t.，270，286t.，291t.，291
efficiency of compared to banks，相对于银行的效率，112f
entrepreneurial access to，企业家进入，157，182n. 17
equity issues and stock prices，股权发行和股票定价，167-169
Equity/total assets（ta）ratio，股权/总资产比率，246-247t.，247，253t.，256t.，258
of high-income and low-income countries compared，高收入和低收入国家比较，91-95，93t.，94f.，96-98t.，99t.，99f.，100
Evolution of financial systems，金融系统演进，*See* Financial development，参见金融发展
Excess finance measures，过度融资度量，229，231t
Exchange stabilization funds，外汇稳定基金，78n. 4
External dependence across industries，产业间外部依赖，237t. 5A. 2
External finance，外部融资，*See also* International capital markets，也参见国际资本市场
access to，途径，9，11-12，152，191，213-216，263，286t.，287
and bank-based view of financial structure，和金融结构的银行导向观点，214-215
cost of，的成本，150-151
foreign bonds，外国债券，281，286t.，287，290
industry-level analysis of，的产业层

次分析，215－216，218t.，220－221t.，221，222－223t.，237t. 5A. 2
legal factors and，法律因素和，176－177
External vs. domestic financing，外部和内部融资，264，352

Family companies，家族企业，See Corporate groups system，参见企业集团系统
Fauver，L.，J. Houston，and A. Naranjo，福弗，L.，J. 休斯敦和 A. 纳兰霍，179
Fazzari，S. M.，R. G. Hubbard，and B. C. Peterson，法扎雷，S. M.，R. G. 哈伯德和 B. C. 彼得森，178
Figures by title，图抬头
activity of banks，stock markets and other financial institutions，银行、股市和其他金融机构活跃性，106f
bank-based vs. market-based financial systems，银行导向和市场导向的金融系统的对比，356f
Chile (see under Chile (figures by title))，智利
efficiency and market structure of commercial banks，商业银行的效率和市场结构，28f
efficiency of stock markets vs. banks，股市对银行的效率，112f
equity markets development over time，股权市场长期发展，135f. 3A. 3
equity markets development over time，股权市场长期发展，136f. 3A. 4
financial intermediary development across income groups，金融中介在不同收入群体中的发展，24f
financial intermediary development in the 1990s，金融中介在 20 世纪 90 年代的发展，90f
financial intermediary development over time，金融中介的长期发展，133f. 3A. 1
financial intermediary development over time，金融中介的长期发展，134f. 3A. 2
financial structure index，金融结构指数，117f
Indonesia (see under Indonesia (figures by title))，印尼
life insurance development across income groups，人寿保险在不同收入组的发展，31f
nonbank financial intermediary，非银行金融中介
development over the 1990s，20 世纪 90 年代以后的发展，94f
nonbank financial intermediary development over time，非银行金融中介的长期发展，137f. 3A. 5
overall size and efficiency of the financial system，金融系统的总体规模和效率，99f
Figures by title (cont.)，图抬头
private credit by other financial institutions across income groups，不同组中其他金融机构进行的私人

信贷，31f

relative size of bank, stock markets, and other financial institutions，银行、股市和其他金融机构的相对规模，101f

stock and bond market development across income groups，股票和债券市场在不同收入组中的发展，34f

stock market development over time，股票市场的长期发展，34f

Fiji，斐济，51

Financial crisis，金融危机，See Economic periods，参见经济时期

Financial development，金融发展，*See also* Financial systems，也参见金融系统，11，83，195－196，210t.，234－235t

and economic growth，和经济发展，4，8－9，208t.，238n.，243

financial structure distinguished from，金融结构不同于，147－148

firm growth and，企业成长和，220t.，227－229，230t.，232

industry growth and，产业成长和，218t

legal environment or origin and，法律环境或起源和，211t.，234－236t

over time，长期，132，133t

unbalanced，失衡，212

Financial intermediaries，金融中介，*See also* Banking sector；Nonbank financial intermediaries，也参见银行部门、非银行金融中介

activity level of，的活跃程度，104，106f.，107－108t.，108－109

assets to GDP ratio，资产比 GDP 比率，21，22，86t

competition among，之间的竞争，154－155

correlation with GDP，与 GDP 的相关性，91t

cross-country comparisons，跨过比较，23，24ff

development over time，长期发展，23，25f.，25

and equity market development across countries，和跨国股权市场发展，86－89t

of high-income and low-income countries compared，高收入和低收入国家的比较，84，868t.，86t.，90f.，90－91，91t.，99t

size of，的规模，21－22，85，96－98t.，100－101，102－103t.，103－104，282

types of financial institutions，金融中介的类型，18，19－20t.，20－21，153

Financial intermediaries (figures by title)，金融中介

financial intermediary development across income groups，金融中介在不同收入组中的发展，24f

financial intermediary development in the 1990s，金融中介在 20 世纪 90 年代的发展，90f

financial intermediary development over time，金融中介的长期发展，133f. 3a. 1

financial intermediary development over time，金融中介的长期发展，134f. 3a. 2
Financial liberalization，金融自由化
in Argentina，在阿根廷，348，364-365，366-369t.，370-371
capital flows and，资本流动和，377-378
in Chile，在智利，300，301，304-305，306-307，319，339
in emerging markets (late 1980s and 1990s)，在新兴市场（20 世纪 80 年代末和 90 年代），347，378
financial liberalization index，金融自由化指数，307，308t
in Indonesia，在印尼，300，377，377，382，383，385-386，400，403-404t.，404，408
measures and indices of，指标和指数，307，308t.，351，361
Financially developed economies，金融发达国家，121t
Financial ratios，金融比率，275t
financial structure and，金融结构和，275t.，276t.，277，278t.，280t.，284t.，285-291，286t.，288t
inflation and，通货膨胀和，284t.，284-285
privatization and，私有化和，291t
Financial reforms，金融改革，*See also* Accounting standards; Legal environment，也参见会计准则；法律环境，379
Financial services view，金融服务观点，190，191-192，210，212，233
and external finance，和外部融资，215
and financial structure，和金融结构，216，217t.，219
financial structure，金融结构
across countries，跨国，15，83，100，121t.，138n. 7，197，198-199t.，200-201t.，202，234-236t
and bank interest margins，和银行利息收入，256t
and bank profitability，和银行盈利性，243，251t.，257-258
and corporate financing decisions，和公司融资决策，158-159，373n. 1
cross-country comparisons，跨国比较，15，83，100，121t.，138n. 7，197-202，198-199t.，200-201t.，234-236t
defined，被定义，3，143，145，146-148，189
efficiency of，的效率，95，96-98t.，99t.，99f.，100，109，111-112
financial development distinguished from，金融发展不同于，147-148
firm-level analyses of，的企业层次分析，173-174，186，190，238n. 1
governing policy impact on，管理政策对……的影响，7，148，153，176-177，292-293
industry-level analyses of，的产业层次分析，186，190，219，220-221t.，221，222-223t
legal environment or origin and，法律环境或起源和，234-236t
major determinants of，的主要决定

因素，(*see also* by individual factor，e. g.，Banking sector；Legal environment，也参见个人因素，例如，银行部门，法律环境)，120，122，124-125t
mean financial ratios，平均金融比率，275t.，276t.，277，278t.，280t.，284t.，285-291，286t.，288t
financial structure database，金融结构数据库，6，17，190
financial structure and economic growth，金融结构和经济增长，See also Firm-level analyses，参见公司层次分析，3，11，175-181，189，193-194，208t.，209t.，233，297
attributes beneficial to corporate finance，来自于公司融资的收益，143，173-174，180-181
cross-country comparisons，跨国比较，118-119t.，141
firm-level analyses，企业层次分析，223-225，226t.，227，228t.，229，230t.，232-233
industry-level analyses，产业层次分析，212-113，216-225，217t.，218t.，220t.，222-223t.，226t
legal-environment and，法律环境和，211t
long-run growth，长期增长，207-208，209t.，210t.，210，211t
real GDP per capita and，人均真实GDP和，210t
financial structure indicators and indices，金融结构指示器和指数，112-117，117f.，118-119t.，12lt.，200-201t.，234-235t.，248-249t.，258-259
structure-activity measure，结构—活动指标，197，198-199t.，202，208t.，209t.，217t.，218t.，219，220-221t.，222-223t.，228t
structure-aggregate measure，结构—总体指标，197，198-199t.，208t.，209t.，219，228t
structure-efficiency measure，结构—效率指标，197，198-199t.，202，208t.，209t.，217t.，218t.，220-221t.，222-223t.，228t
Structure index，结构指数，114-120，117f.，118-119t.，121t.，123，125t.，131-132，248-249t.，250-255，253t.，256t.，288t
structure-size measure，结构—规模指标，197，198-199t.，202，208t.，209t.，217t.，218t.，219，220-221t.，222-223t.，228t
financial structure (tables by title)，金融结构
financial structure across countries，金融结构跨国比较，118-119t
financial structure across countries，金融结构跨国比较，200-201t
financial structure and economic growth (sensitivity analysis)，金融结构和经济增长（敏感性分析），209t

financial structure and firm growth，金融结构和企业成长，228t
financial structure and industry growth，金融结构和产业成长，217t
coverage of the variables，19–20t
financial structure，financial development and economic growth（OLS regressions），金融结构、金融发展和经济增长（最小二乘法回归），208t
financial structure，the legal environment and industry growth，金融结构、法律环境和产业成长，222t
Financial systems，金融系统，*See also* Banking sector；Emerging markets；Equity markets/equities；Financial，也参见银行部门；新兴市场；股权市场/股权；金融发展；金融结构总体指标
development；financial structure aggregate measures，196，198–199t.，209t.，210t.，218t.，220–221t.，222–223t.，230t.，231t
efficiency measures，效率指标，196，198–199t.，209t.，210t
financial activity measures，金融活动指标，197，198–199t.，207，208t.，209t.，210t.，218t.，220–221t.，222–223t.，230t.，231t
size of，99f.，的规模，195–196，198–199t.，207，208t.，209t.，210t.，218t.，220–221t.，222–223t.，230t.，231t.，285，286t
Financing ratios，debt-equity，金融比率，负债—股权，264，281，348，352
Finland，芬兰，40，51–52
banking sector，银行部门，86t.，107t.，108t.，246t
financial structure，金融结构，118t.，121t.，200–201t.，229t.，234t.，248t
foreign bank assets，外国银行资产，87t
GDP and financial system efficiency，GDP和金融系统效率，96t.，103t.，105t.，113t
market capitalization，市值，118t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，86t.，108t.，110t
rule of law in，法律规则，203
trade indicators，贸易指标，87t.，113t.，115t.，118t
Firm financing，企业融资，*See* Corporate financing decisions，参见公司融资决策
Firm growth，企业成长
across countries，跨国，226t
and financial development，和金融发展，227–229，230t.，231t.，232
the legal-based view and，法律观点和，231t
new firm creation，新公司创建，11–12，219，220–221t.，221，222–223t
Firm-level analyses，企业层次分析
access to external financing，外部融资途径，227，358t.，360t.，

362t
Firm-level analyses (cont.), 企业层次分析（内容）
corporate groups vs. individual firms, 企业集团和个体企业对比, 377
data and methodology, 数据和方法, 223-225, 227
dependence on external financing, 依赖外部融资, 215-216, 218t
and economic growth, 和经济增长, 223 - 225, 226t., 227, 228t., 229, 230t., 232-233
of financial structure, 金融结构, 4, 12n. 1, 173 - 174, 186, 190, 238n. 1, 352
Firm life cycle, 企业生命周期, 151
Firm reputation, 企业信誉, 152, 173-174
Firm-specific characteristics, 企业特质, 352, 361, 365, 368t., 371, 373
Firm value, 企业价值, 166, 168-170, 170
Fisman, R., 菲斯曼, R., 380
Fitch IBCA, Fitch IBCA, 245
Foreign bank assets share, 外国银行资产份额, 87t., 89t., 90f., 19t., 9lt., 91
Foreign bonds, 外国债券, 281, 286t., 287, 290
Foreign markets access, 外国市场途径, 158, 166
Foreign securities, 外国有价证券, See External finance, 参见外部融资
Foreign shocks, 外国冲击, 350, 363t., 367t., 371-372
France, 法国, 40, 52
as a bank-based system, 作为一个银行导向系统, 120, 248t
banking sector, 银行部门, 86t., 87t., 107t., 246t
credit index, 信贷指数, 203
financial structure, 金融结构, 118t., 121t., 200 - 201t., 226t., 234t., 248t
foreign bank assets, 外国银行资产, 87t
GDP and financial system efficiency, GDP 和金融系统效率, 86t., 96t., 103t., 105t., 114t
market capitalization, 市值, 87t., 118t
nonbank financial intermediaries, 非银行金融中介, 86t., 107t., 110t
trade indicators, 贸易指标, 87t., 114t., 116t., 119t. French civil law system, 7, 122-123, 124t., 132, 204
bank-based orientation and, 银行导向和, 123, 126
Fuerst, O., 富尔斯特, O., 166-167
Full conditioning information set, 完全条件信息集, 207, 211t., 238n. 6
Fund dominance, 资金优势, 144

G4 countries, 4 国集团, *See also* Germany; Japan; Nonemerging markets; United Kingdom; United

States，也参见德国；日本；非新兴市场；英国；美国，267，268t.，272，275t
bond markets in，债券市场，277
Gallego，F.，L. Herndnáez，and K. Schmidt-Hebbel，加里格，F.，L. 赫思纳茨和K. 施米特-赫布尔，307
Gallego，F.，and N. Loayza，加里格，F. 和 N. 罗扎，299
GDP per capita，人均 GDP，17，868t.，*See also* Economic growth; and by country，也参见经济增长；和按国家，96-98 t.，102-103t.，105t.，113-114t.，210t.，253t.，256t
data sources，数据来源，75
percentage change in，变化率，184t.，277，282-284
General Motors (GM)，通用汽车，163
German civil law，德国民法，123，204
Germany，德国，4，92
as a bank-based system，作为一个银行导向系统，81，103，120，179，243，248t
banking sector，银行部门，86t.，87t.，100，107t
data sources，数据来源，40，52
domestic bond markets，国内债券市场，274
external finance/foreign bank assets，外部融资/外国银行资产，87t.，276t
financial structure，金融结构，118t.，121t.，200-201t.，226t.，234t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，86t.，96t.，97t.，103t.，106t.，114t
market capitalization，市值，87t.，118t.，275t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，86t.，107t.，110t
trade indicators，贸易指标，87t.，114t.，116t.，118t
Gerschenkron，格申克龙，7，190
Ghana，加纳
banking sector，银行部门，86t.，107t
data sources，数据来源，40
finance-activity，金融—活动，196
financial structure，金融结构，118t.，119t.，121t.，200-201t.，226t.，234t
foreign bank assets，外国银行资产，87t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，97t.，113t
market capitalization，市值，119t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，86t.，107t.，110t
trade indicators，贸易指标，87t.，113t.，115t.，119t
Global financial crisis，全球金融危机，*See* Economic periods，参见经济时期
Globalization/integration，全球化/一体化，*See also* International capital

markets，也参见国际资本市场，145、181，272，347，371－372
GMM system estimator procedure，323
Goldman Sach's International Investment Research，高盛国际投资研究，33，75
Goldsmith，R. W.，financial structure and Development，戈德史密斯，R. W.，金融结构和发展，3－5，12
Gourinchas，P.，O. Landerretche，and R. Valeds，格林查斯，P.，O，兰德里奇和 R. 瓦尔德斯，309
Governing policy，治理政策，*See also* Institutional framework，也参见制度的框架，377
agency problems，代理问题，144，145
impact on financial structure，对金融结构的影响，7，148，153，176－177，292－293
policy conditioning information set，政策条件信息集，207，211t
policy determinants of financial structure，金融结构的政策决定因素，82，131
Great Britain，英国，*See* United Kingdom，参见联合王国
Greece，希腊
banking sector，银行部门，86t.，87t.，107t.，246t
data sources，数据来源，40，53
external finance/foreign bank assets，外部融资/外国银行资产，87t.，276t.，277
financial structure，金融结构，118t.，121t.，200－201t.，226t.，234t.，248t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，86t.，96t.，97t.，103t.，105t.，113t
market capitalization，市值，87t.，118t.，275t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，86t.，107t.，110t
trade indicators，贸易指标，87t.，113t.，115t.，118t
Gross domestic product，国内生产总值，See GDP per capita，参见人均 GDP
Grossman，S.，and O. Hart，格罗斯曼，S. 和 O. 哈特，161
Group firms，集团公司，See Corporate groups system，参见企业集团系统
Group-mean，组均值，121t
Growth regressions，cross-country，增长回归，跨国，205－207，212
Growth，增长，*See* Economic growth，参见经济增长
Guatemala，危地马拉，40，53
banking sector，银行部门，246t
financial structure，金融结构，248t
Guyana，圭亚那，53

Hansen，L. P.，汉森，L. P.，206
M.，Hellwig，M.，赫尔维格，191
Henry，P. B.，亨利，P. B.，377－378
Hidden action，隐藏行动，148－151，180
Hidden information，隐藏信息，148－

150，153，155，165，180. 也参见 *See also* Information asymmetries，信息不对称
Higgins，R. C.，希金斯，R. C.，224
High-income and low-income countries compared，高收入和低收入国家比较，*See also* Developed vs. developing countries; Emerging markets; Nonemerging markets; Underdeveloped financial systems bank-based vs. market-based，也参见发达国家与发展中国家对比；新兴市场；非新兴市场；银行导向和市场导向的不发达金融系统的对比，101f.，100，102－103t.，111，131，290
banking sectors，银行部门，246－247t.，247，248－249t.，249，258
efficiency of financial system，金融系统效率，95
financial development，金融发展，6，84，114－115
financial structure，金融结构，255，257
nonbank financial and life insurance sectors，非银行金融和人寿保险部门，30，93
public bank share，公共银行份额，87t.，89t.，90f.，91t.，91
trading costs，交易成本，111
Honduras，洪都拉斯，54
banking sector，银行部门，86t.，87t.，107t.，108t.，137n. 5，246t
financial structure，金融结构，116，118t.，121t.，200－201t.，226t.，234t.，248t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，86t.，96t.，97t.，103t.，105t.，113t
market capitalization，市值，87t.，118t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，86t.，108t.，110t
trade indicators，贸易指标，87t.，113t.，115t. 118t
Hong Kong，香港，92，95
banking sector，银行部门，86t.，87t.，107t.，108
financial structure，金融结构，119t.，121t.，200－201t.，226t.，234t
foreign bank assets，外国银行资产，87t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，86t.，96t.，97t.，103t.，105t.，114t
as a market-based system，作为一个市场导向系统，120，248t
market capitalization，市值，87t.，108，119t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，86t.，107t.，110t
trade indicators，贸易指标，87t.，111，114t.，116t.，119t.
Hostile takeovers，敌意收购，163，168－169，170
protection from，防止，173－174
Hoybens，E.，and B. Smith，胡本斯，E. 和 B. 史密斯，131

IBCA Bankscope database, IBCA 银行概览 数据库, 27, 38, 78n. 10, 245
IBES (Institutional Brokers Estimate System), IBES (机构经纪人估计系统), 380, 392
Iceland, 冰岛
banking sector, 银行部门, 86t., 107t., 108t
financial structure, 金融结构, 118t., 119t., 121t., 200 - 201t., 226t., 234t
foreign bank assets, 外国银行资产, 87t
GDP and financial system efficiency, GDP 和金融系统效率, 96t., 97t., 113t
nonblank financial intermediaries, 非银行金融中介, 86t., 107t., 110t
trade indicators, 贸易指标, 87t., 113t
ICRG, ICRG, 203
IFC Emerging Markets Database, 国际金融组织新兴市场数据库, 17, 33, 75, 351
IFS (International Finance Statistics), 国际金融统计表, 17, 30, 266
IMF (International Monetary Fund), 国际货币基金组织, 17, 35 - 38, 266
India, 印度, 40, 54
as a bank-based system, 作为一个银行导向系统, 120, 248t
banking sector, 86t., 87t., 107t., 246t
credit index, 信贷指数, 203
external finance, 外部融资, 87t., 276t
financial structure, 金融结构, 118t., 121t., 200 - 201t., 226t., 234t., 248t
GDP and financial system efficiency, GDP 和金融系统效率, 86t., 96t., 97t., 103t., 105t., 113t
market capitalization, 市值, 87t., 118t., 275t
nonbank financial intermediaries, 非银行金融中介, 86t., 107t., 110t
trade indicators, 贸易指标, 87t., 113t., 115t., 118t
Indicators of financial development, structure and legal system across countries, 金融发展、结构和法律体系指标跨国比较, 234 226t. 5A. 1
Indonesia, 印尼
analyst coverage of corporate group vs. individual firms, 企业集团和个体企业的对比分析, 392, 393t., 394t., 394 - 395, 397 - 400, 404
as a bank-based system, 作为一个银行导向系统, 120, 248t., 356
banking sector, 银行部门, 86t., 87t., 107t., 108t., 246t
corporate financing decisions, 公司融资决策, 348
corporate groups system v individual firms in, 企业集团系统和个体企

业，377，381－382，383－384t.，385f.，385
data and methodology of studies on，研究的数据和方法，40，380－382，383－384t
debt/equity ratios of corporate group vs. individual firms，企业集团与个体企业负债/股权比率，405，406－407t
efficiency of corporate group vs. individual firms，企业集团和个体企业效率，291－292t.，298t.，395－400，396t.，398－399t.，404
external finance/foreign bank assets，外部融资/外国银行资产，87t.，276t.，277
financial crisis period，金融危机时期，386，405
financial liberalization effects，金融自由化效应，300，377，382，383，385－386，400，403－404t.，404，408
financial structure，金融结构，118t.，121t.，200－201t.，226t.，234t.，248t
GDP and financial system efficiency，GDP和金融系统效率，86t.，96t.，97t.，103t.，105t.，113t
market capitalization，市值，87t.，118t.，120，275t.，382
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，86t.，110t
price-earnings ratios of corporate group vs. individual firms，企业集团和个体企业价格—利润比率，393t.，395，396t
privatization of state enterprises，国有企业私有化，378
stock market liquidity，股票市场流动性，397－399，398t
stock returns of corporate vs. individual groups，集团组和个体组的股票回报，385－386，387－388t.，388，389ff.，390ff.，398－399t
trade indicators，贸易指标，87t.，113t.，115t.，118t
whether influenced by foreign markets (U.S. and Japan)，是否受外国市场（美国和日本）影响，399，401－404t.，404
Indonesia (figures by title)，印尼，（图抬头）
ratios of market capitalization to GDP，市值比GDP的比率，385f
the value of one dollar invested at the end of 1989 (equally weighted/U.S. currency)，1989年末一美元的投资价值（等价/美元），390f. 10. 3b
the value of one dollar invested at the end of 1989 (equally weighted/local currency)，1989年末一美元的投资价值（等价/本地通货），390f. 10. 3a
the value of one dollar invested at the end of 1989 (value-weighted/local currency)，1989年末一美元的投资价值（加权价值/本地通货），389f. 10. 2a
the value of one dollar invested at the

end of 1989 (value-weighted/ U. S. currency), 1989 年末一美元的投资价值（加权价值/美元），389f. 10. 2b
Indonesia (tables by title), 印度尼西亚（表抬头）
analyst coverage and EPS for value-weighted portfolios, 关于价值权重组合的分析家范围和 EPS, 393t
determinants of analysts coverage ratio, 分析家范围率的决定，394t
Fama-MacBeth regressions on returns on firm size and group dummy, 企业规模收益和集团虚拟变量法玛-马克比茨回归，391-392t
leverage and growth rates of group and independent firms, 集团公司和独立公司的杠杆和增长比率，406-407t
price-to-earnings ratio in (1990—1998), 在（1990—1998）价格比收入比率，396t
returns on value-weighted and equally weighted portfolios in different sample periods, 加权价值和等价组合在不同样本时期的回报，387-388t
stock returns (1985—1999) and U. S. and Japan market returns, 股票回报（1985—1999）和美国和日本市场回报，401-404t
summary of characteristics of group and independent firms, 集团公司和独立公司的特质概要，383-394t
value-weighted portfolios sorted by dollar trading volume and family group (1986—1999), 按照美元交易量和集团企业分类的价值权重组合，398-399t
Industry-level analyses, 产业层次分析，4, 186, 190, 219, 220-221t., 221, 222-223t
data and methodology, 数据和方法，213-216, 221
economic growth and, 经济增长和，212-213, 216, 217t., 218t., 219, 220t., 221, 222-223t., 223-225, 226t
external dependence on financing, 融资的外部依赖，237t. 5A. 2
Inflation, 通货膨胀，83, 124t., 130-131, 227, 253t., 256t., 282
mean financial ratios and, 平均金融比率和，284t., 284-285
and underdeveloped countries, 和不发达国家，83
Information asymmetries, 信息不对称，7, 144, 167, 173, 178, 179
hidden information, 隐藏信息，148-150, 153, 155, 165, 180
Information flow, 信息流动
corporate disclosure, 公司的信息披露，158, 166, 190
financial reform and, 金融改革和，379
Institutional Brokers Estimate System (IBES), 机构经纪人估计系统（IBES），380, 392
Institutional framework, 制度框架，

See also Governing policy; Legal environment, 263, 265, 277 – 282, 280t., 282, 也参见治理政策；法律环境

Insurance sector, 保险部门, 20t., 20, 29, 92, 94f. A, B, C, 136, 137f

Interest rate, 利率, 143

Internal financing, 内部融资, See Domestic financing, 参见国内融资

International capital markets, 国际金融市场, 273 – 274, 277, 300, 347 也参见全球化/一体化, *See also* Globalization/ integration

bond markets, 债券市场, 269t., 273, 281

Chilean access to, 智利人进入……的途径, 10, 300, 340

emerging markets' access to, 新兴市场进入……的途径, 352, 358t., 360t., 362t

equity markets, 股权市场, 268t., 272–273

International Finance Statistics (IFS), 国际金融统计, 17, 30, 266

International integration, 国际一体化, *See* Globalization/integration, 参见全球化/一体化

International Monetary Fund (IMF), 国际货币基金组织, 17, 35 – 38, 266

Investor/management relationship, 投资者/管理者关系, *See also* Management decisions, 也参见管理决策, 148–150, 152–153, 160, 167–170

Investor protection, 投资者保护, *See also* Shareholders, 也参见股东, 6 – 7, 12, 83, 138nn. 9, 11, 12, 279, 280t., 280–282

Iran, 伊朗

banking sector, 银行部门, 86t., 107t., 108t

financial structure, 金融结构, 121t., 200 – 201t., 229t., 234C 118t

foreign bank assets, 外国银行资产, 87t

GDP and financial system efficiency, GDP 和金融系统效率, 96t., 97t., 113t

nonbank financial intermediaries, 非银行金融中介, 86t., 107t., 110t

trade indicators, 贸易指标, 87t., 113t

Ireland, 爱尔兰, 40, 55

banking sector, 银行部门, 86t., 87t., 107t., 246t

financial structure, 金融结构, 118t., 121t., 200 – 201t., 226t., 234t., 248t

foreign bank assets, 外国银行资产, 87t

GDP and financial system efficiency, GDP和金融系统效率, 6t., 96t., 97t., 103t., 105t., 113t

market capitalization, 市值, 87t., 118t

nonbank financial intermediaries, 非银行金融中介, 86t., 107t.,

110t
trade indicators，贸易指标，87t.，113t.，115t.，118t
Israel，以色列，55
banking sector，银行部门，86t.，87t.，107t
credit index，信贷指数，203
financial structure，金融结构，118t.，121t.，200－201t.，226t.，234t
foreign bank assets，外国银行资产，87t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，86t.，96t.，97t.，103t.，105t.，114t
market capitalization，市值，87t.，118t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，86t.，107t.，110t
trade indicators，贸易指标，87t.，114t.，116t.，118t
Italy，意大利
as a bank-based system，作为一个银行导向系统，120，248t
banking sector，银行部门，86t.，87t.，107t.，108t.，246t
data sources，数据来源，41
financial structure，金融结构，118t.，121t.，200－201t.，226t.，235t.，248t
foreign bank assets，外国银行资产，87t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，86t.，96t.，97t.，103t.，105t.，113t
market capitalization，市值，87t.，118t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，86t.，108t.，110t
trade indicators，贸易指标，87t.，113t.，115t.，118t

Jakarta Stock Exchange，雅加达证券交易所，382
Jamaica，牙买加，56，101
banking sector，银行部门，86t.，87t.，107t
financial structure，金融结构，118t.，119t.，121t.，200－201t.，226t.，235t
foreign bank assets，外国银行资产，87t
牙买加，Jamaica (cont.)
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，86t.，96t.，97t.，103t.，105t.，113t
market capitalization，市值，87t.，119t
net interest margin，净利息收入，市值，116t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，86t.，107t.，110t
trade indicators，贸易指标，87t.，113t.，116t.，119t
Japan，日本，40，41，56－57
as a bank-based system，作为一个银行导向系统，120，143，173，177－179，248t
bank financing compared to U. S.，

与美国的银行融资比较，173，177-179
banking sector，银行部门，86t.，87t.，107t.，246t.，248t.，249
economic performance and financial structure，经济绩效和金融结构，143-144
external finance/foreign bank assets，外部融资/外国银行资产，87t.，276t
financial structure，金融结构，118t.，121t.，200-201t.，226t.，235t.，248t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，86t.，96t.，97t.，103t.，105t.，113t
market capitalization，市值，87t.，118t.，275t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，86t.，107t.，110t
trade indicators，贸易指标，87t.，113t.，115t.，118t
Jordan，约旦
banking sector，银行部门，88t.，89t.，107t.，246t
central bank assets，中央银行资产，88t.，248t.，249
financial structure，金融结构，118t..，121t.，200-201t.，226t.，235t.，248t
foreign bank assets，外国银行资产，89t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，88t.，96t.，97t.，103t.，105t.，113t
market capitalization，市值，89t.，118t.，249
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，88t.，107t.，110t
trade indicators，贸易指标，89t.，113t.，115t.，118t
Kaminski，G.，and S. Schmuckler，卡明斯基，G. 和 S. 施穆克勒，351-352，353
Kang，J.-K.，康，J.-K.，172
Kang，J.-K.，and R. M. Stultz，康，J.-K. 和 R. M. 舒尔茨，172
Kaplan，S. N.，卡普兰，S. N.，179-180
Kaplan，S. N.，and B. A. Minton，卡普兰，S. N. 和 B. A. 明顿，178
Keiretsu，财团，See Corporate groups system，参见企业集团系统
Kenya，肯尼亚，58-59
as a bank-based system，作为一个银行导向系统，120，248t
banking sector，银行部门，88t.，89t.，107t.，108t.，137n. 5，246t
bank net interest margin，银行净利息收入，89t
central bank assets，中央银行资产，88t
credit index，信贷指数，203
financial structure，金融结构，118t.，121t.，200-201t.，226t.，235t.，248t
foreign bank assets，外国银行资产，89t

GDP and financial system efficiency, GDP 和金融系统效率, 88t., 96t., 97t., 103t., 105t., 113t
market capitalization, 市值, 89t., 118t
nonbank financial intermediaries, 非银行金融中介, 88t., 107t., 111t
trade indicators, 贸易指标, 89t., 113t., 11St., 118t
King, R.G., and R.Levine, 金, R.G. 和 R. 莱文, 21, 84, 176
韩国, Korea, 59, 92, 100
banking sector, 银行部门, 88t., 89t., 107t., 246t
corporate financing decisions, 公司融资决策, 349
country effects, 359t., 国家效应, 363t
external finance/ foreign bank assets, 外部融资/外国银行资产, 89t., 276t., 277
financial structure, 金融结构, 119t., 121t., 200-201t., 226t., 235t., 248t
GDP and financial system efficiency, GDP 和金融系统效率, 88t., 96t., 97t., 103t., 105t., 114t
as a market-based system, 作为一个市场导向系统, 120, 248t., 356
market capitalization, 市值, 89t., 119t., 275t
nonbank financial intermediaries, 非银行金融中介, 88t., 107t., 110t
trade indicators, 89t., 贸易指标, 111, 114t., 116t., 1199t.
La Porta, L. et al., 拉·波塔, 122, 123, 126, 128, 147, 159, 175, 191, 205, 215, 259
Law and finance view, 法律和金融观点, 190, 191, 210-212, 233, *See also* Legal environment and external finance, 也参见法律环境和外部融资, 215
firm growth and, 229, 231t., 企业成长和, 232
full conditioning information set, 完全条件信息集, 207, 211t., 238n. 6
industry growth and, 产业成长和, 219, 220-221t., 221, 222-223t
new firm creation and, 新企业创建和, 219, 220-221t., 221, 222-223t
policy conditioning information set, 政策条件信息集, 207, 211t
Legal environment, 法律环境, *See also* Contract enforcement; Creditor protection; Institutional framework; Investor protection, 也参见合同执行; 债权人保护; 制度框架; 投资者保护
cross-country comparisons, 跨国比较, 4
and economic growth, 和经济增长, 211t
and external finance, 和外部融资, 176-177
financial development and, 金融发展

和，82，120，124t.，126－127，131－132，191，202－204，211t.，229，234－237t. 5A. 1，9，12
legal enforcement，法律执行，152－153，159，175－176，182n. 9，259
origin of legal system，法律体系的起源，6，122－123，124t.，132，204
rule of law index，法律规则指数，198－199t.，203，211，212，222－223t.，227
in underdeveloped financial systems，在不发达的金融体系中，122－123，126－127
Leverage，杠杆作用，*See* Debt leverage，and bank-based systems，参见债务杠杆，和银行导向系统
Levine，R.，莱文，R.，10，123，126，176，193，194，205，212，243
Levine，R.，N. Loayza，and T. Beck，莱文，R.，N. 罗扎和 T. 贝克，22，205，206，238n. 6；323：21
Levine，R.，and S. Zervos，莱文，R. 和 S. 泽沃斯，22，92，176，195，207，238n. 4
See Financial liberalization，自由化，Liberalization. 参见金融自由化
Life insurance sector，人寿保险部门，20t.，75，93，94f. C
density/penetration，密度/渗透，93，94f. C
life insurance development across income groups，人寿保险在不同收入组中的发展，31f
Liquidity of stock markets，股票市场流动性，9，17，22，162－163，207-208，349，397－399，398t.
Liquid liabilities，of high-income and low-income countries compared，流动负债，高收入和低收入国家的比较，84，85，86t.，88t.，90f.，91t.，133f.，134
Loan/total assets ratio，贷款/总资产比率，246－247t.，247，253t.，255，256t.，258
Loayza，N.，and L. Palacios，罗扎，N. 和 L. 帕拉希尔，299
Long-run growth，长期增长
financial structure and，金融结构，207－208，209t.，210t.，210，211t
Long-Term Growth estimate，长期增长估计，283－284，284t.，285
Long-term finance，长期融资
emerging markets，新兴市场，356f.，358t.，360t.，362t.，364
long-term debt/equity ratio，长期负债/股权比率，171，348
LTCOUNT，LTCOUNT，217，225，226t.，228t.，230t.，231t
relationships in bank-based systems and，在银行导向系统中的关系和，350

Mcap/GDP ratio，股票市值 /GDP 比率，248－249t.，249，253t.，256t.
Macroeconomic factors，宏观经济因素，*See also* Economic growth；In-

flation，也参见经济增长；通货膨胀
as determinants of financial structure，作为金融结构的决定因素，82，120，122，130，131－132，258，277，286
GDP and financial system efficiency，GDP和金融系统效率，17，868t.，96－98t.，102－103t.，105t.，113－114t.，210t.，253t.，256t
stability，稳定性，9，131，158，159，180，212
tax rate measure（s），83，124t.，税率指标，130－131，227，252，253t.，254，256t
Malawi，马拉维，58
Malaysia，马来西亚，60，92，95
banking sector，银行部门，88t.，107t.，108，246t
corporate financing decisions，公司融资决策，349
country effects，国家效应，359t.，363t
credit index，信贷指数，203
external finance/ foreign bank assets，外部融资/外国银行资产，89t.，276t
financial structure，金融结构，119t.，121t.，200－201t.，226t.，235t.，248t
GDP and financial system efficiency，GDP和金融系统效率，88t.，96t.，97t.，103t.，105t.，114t
as a market-based system，作为一个市场导向系统，120，248t.，249，356
market capitalization，市值，89t.，108，119t.，275t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，88t.，107t.，110t
trade indicators，贸易指标，89t.，111，114t.，116t.，119t
Malta，马耳他，61
Management decisions，管理决策，*See also* corporate financing decisions，公司融资决策，159－160
Entrepreneurs，企业家
corporate ownership and，公司所有权和，164－166
debt and，债务和，170－173
managerial incentives，管理的激励，167－170
Management monitoring，管理监督，167－170，172，174
Management removal，管理人员变动，170－171
Market-based systems，市场导向系统，*See also* Bank-based vs. market-based systems；Equity markets/equalities，也参见银行导向和市场导向系统；股权市场/股权，81，83，108，121t.，250，290－291
bank performance in，银行绩效，248－249t.，250，251t
benefits of（viewpoints and data），（观点和数据）的利益，190
classification of，的分类，197，248t
corporate financing decisions in，公司融资决策，347
of developed countries，发达国家，

117, 119-120, 120
foreign finance ratio and, 外国资金比率和, 9, 290
Market-based systems (cont.), 市场导向系统（内容）
merits of, 的优点, (see Market-based view, 参见市场导向观点)
shareholder rights and, 126
shortcomings of (view), （观点）的缺点, 190-191
trade indicators levels, 贸易指标, 111
Market-based systems (countries), 市场导向系统（国家）, 248-249t
Brazil, 巴西, 248t., 356
Chile, 智利, 120, 248t., 249, 318-320, 319f., 320f
Korea, 韩国, 120, 248t., 356
Malaysia, 马来群岛, 120, 248t., 249, 356
Mexico, 墨西哥, 120, 248t., 249, 356
Singapore, 新加坡, 120, 248t
Switzerland, 瑞士, 120, 197, 249t
Taiwan, 中国台湾, 1: 7
Thailand, 泰国, 249t., 356
United Kingdom, 英国, 120, 197, 243, 243t
United States, 美国, 100, 120, 197, 243, 248t.
Market-based view, 市场导向观点, 8, 190
and external finance, 和外部融资, 214
growth of firms and, 企业的成长和, 227
Market capitalization, 市值, *See also* Bond markets; Capital markets; Equity markets/equities; Primary capital markets, 118t, 也参见债券市场；资本市场；股权市场/股权；初级资本市场
banking vs., 银行业和, 100, 102-103t., 103-104, 105-106t., 131
emerging markets, 新兴市场, 289
data sources, 数据来源, 75
defined, 20t., 被定义, 195-196
and economic growth, 和经济增长, 6, 207, 264
as a share of GDP, 作为 GDP 的一部分, 87t., 89t., 91f., 92, 93f., 134, 135f., 136f
Market imperfections, 市场失灵, 148-151
Market orientation and Common Law tradition, 市场起源和习惯法传统, 123, 126
Maturity structure of debt, 债务到期结构, 352, 357
Mauritius, 毛里求斯
banking sector, 银行部门, 88t., 89t., 107t., 108t., 137n. 5
external finance/ foreign bank assets, 电视台外部融资/外国银行资产, 89t., 276t
financial structure, 金融结构, 118t., 121t., 200-201t., 226t., 235t
GDP and financial system efficiency, GDP 和金融系统效率, 88t.,

96t.，97t.，103t.，105t.，113t
market capitalization，市值，89t.，118t.，275t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，8t.，107t.，110t
trade indicators，贸易指标，89t.，113t.，115t.，118t.
Mean financial ratios，平均金融比率
financial structure and，金融结构，275t.，276t.，277，278t.，280t.，284t.，285，286t.，286－291，288t
inflation and，通货膨胀和，284t.，284－285
privatization and，私有化和，291t
Mean financial ratios (tables by title)，平均财务比率（表格抬头）
mean financial ratios by countries by years (percent)，各国各年（百分比）平均财务比率，278t
mean financial ratios by country，各国平均金融比率，275t
mean financial ratios conditional on financial structure variables (percent)，金融结构变量的平均财务比率，288t
mean financial ratios conditional on GDP growth rate and inflation (percent)，有 GDP 增长率和通货膨胀条件的平均金融比率（百分比），284t
mean financial ratios conditional on privatization (percent)，有私有化条件的平均金融比率（百分比），291t
mean financial ratios conditional on size of the economic system (percent)，有经济系统规模条件的平均金融比率（百分比），286t
mean total external financial ratios by country，各国平均总外部金融比率，276t
Median countries，中值国家，289
Merton，R.，默顿，R.，146
Methodology，方法，*See* Data and methodology of analyses，参见分析的数据和方法
Meulbroek，穆尔布罗克，167
Mexican crisis (1995)，墨西哥危机，348，358t.，360t.，362t.，364，367t.，371－372
Mexico，墨西哥
banking sector，银行部门，88t.，89t.，107t.，108，246t
corporate financing decisions，公司融资决策，349
country effects，国家效应，359t.，363t
credit index，信贷指数，203
data sources，数据来源，41，61－62
external finance/ foreign bank assets，外部融资/外国银行资产，89t.，276t.，277
financial structure，金融结构，119t.，121t.，200－201t.，226t.，235t.，248t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，88t.，96t.，97t.，103t.，105t.，114t
as a market-based system，作为一个

市场导向系统，120，248t.，249，356
market capitalization，89t.，119t.，275t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，88t.，107t.，110t
trade indicators，贸易指标，89t.，116t
trading vs. overhead costs，交易和管理成本，113t.，114t.，119t
Modigliani，F.，and E. Perotti，莫迪利亚尼，F. 和 E. 佩罗特，175
Morck，R.，and M. Nakamura，莫克，R. 和 M. 纳卡姆拉，166，178，191
Morck，R.，A. Shleifer，and R. Vishny，莫克，R.，A. 史莱佛，和 R. 维希尼，166
Morley，S.，R. Machado，and S. Pettinato，莫利，S.，R. 麦查多和 S. 佩蒂纳托，307
Morocco，摩洛哥，62
Mortgage banks，抵押银行，28
Mutual funds，共同基金，136，137f.，395
National policy，政府政策，*See* Governing policy，参见治理政策
Neoclassical economics，新古典经济学，144，377
Nepal，尼泊尔
as a market-based system，作为一个银行导向系统，120，248t
banking sector，银行部门，88t.，107t.，108t.，137n. 5，246t
bank net interest margin，银行净利息收入，89t
financial structure，金融结构，116，118t.，121t.，200－201t.，226t.，235t.，248t
foreign bank assets，外国银行资产，89t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，88t.，96t.，97t.，103t.，105t.，113t
market capitalization，市值，89t.，118t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，88t.，107t.，110t
trade indicators，贸易指标，89t.，113t.，114t.，115t.，118t
Net fixed assets over total assets (firm-level)，固定净资产除以总资产（企业层次），353，358t.，360t.，362
Netherlands，荷兰，92，100
banking sector，银行部门，88t.，107t.，246t
bank net interest margin，银行净利息收入，89t
data sources，数据来源，41，62－63
financial structure，金融结构，119t.，121t.，200－201t.，226t.，235t.，248t
foreign bank assets，外国银行资产，89t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，88t.，96t.，97t.，103t.，105t.，113t
market capitalization，市值，89t.，119t
nonbank financial intermediaries，非

银行金融中介，88t.，107t.，110t
rule of law in，法律规则，203
trade indicators，贸易指标，89t.，114t.，116t.，119t
Net interest margin，净利息收入，19t.，28f.，115-116t
Net Margin/total assets ratio，净得利收入/总资产比率，245，246-247t，247，258
Net present value，净现值，144
Newey，W.，and K. West，尼维，W. 和 K. 维斯特，206
New firm creation，新公司创建，11-12，219-221，220-221t.，222-223t
New York Stock Exchange，纽约证券交易所，153
New Zealand，新西兰
banking sector，银行部门，88t.，89t.，107t.，246t
data sources，数据来源，41，63
domestic bond markets in，国内债券市场，274，276
external finance，外部融资，foreign bank assets，外国银行资产，89t.，225，276t
financial structure，金融结构，118t.，121t.，200-201t.，226t.，235t.，248t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，88t.，96t.，97t.，103t.，105t.，113t
market capitalization，市值，89t.，118t.，275t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，88t.，107t.，110t
rule of law in，法律规则，203
trade indicators，贸易指标，89t.，113t.，115t.，118t.
Nigeria，尼日利亚，63
banking sector，银行部门，88t.，89t.，107，t. central bank assets，88t.，248t.，249
financial structure，金融结构，118t.，121t. 200-201t.，226t.，235t.，248t
foreign bank assets，外国银行资产，89t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，113t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，88t.，107t.，110t
trade indicators，贸易指标，89t
Nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，86t.，92-94，94f.，20，107t.，110t.，136，137f
See also Insurance sector; Mutual funds; Pension funds，也参见保险部门；共同基金；养老基金
assets of，的资产，24f
assets/total financial assets ratio，资产/金融总资产比率，25f
banklike institutions，类似银行的机构，28-29，94f. A，B
credit issued by vs. trading，信用发行与交易 106t.，109，110-111t
efficiency of，的效率，28-30，31ff
nonbank financial institutions versus

trading，非银行金融机构与交易，110-111t
nonbank financial intermediary development over the 1990s，20 世纪 90 年代之后非银行金融中介的发展，94f
nonbank financial intermediary development over time，非银行金融中介长期发展，137f. 3A. 5
Nonbank financial intermediaries, claims on private sector，非银行金融中介，对私人部门的要求权，845，90f.，91t.，133f
Nonemerging markets，非新兴市场，*See also* Developed vs. developing countries，也参见发达国家对发展中国家，279，281
Non-interest-earning assets/total assets ratio，非利息收益资产/总资产比率，246-247t.，253t.，256t.，258
Norway，挪威
banking sector，银行部门，88t.，107t.，246t
central bank assets，中央银行资产，88t
data sources，数据来源，41，63-64
Norway (cont.)，挪威
financial structure，金融结构，118t.，121t.，200-201t.，226t.，235t.，248t
foreign bank assets，外国银行资产，89t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，88t.，96t.，97t.，103t.，105t.，113t
market capitalization，市值，89t.，118t
net interest margin，净利息收入，89t.，115t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，88t.，107t.，110t
rule of law in，法律规则，203
trade indicators，贸易指标，89t.，113t.，115t.，118t

OECD countries，经合组织，267，268t.，275t
Open economies，开放经济，166
Optimal debt ratio，最优负债率，171
Overhead costs，管理成本，85，86t.，88t.，89t.，90f.，28f.，9lt.，95，111
Overhead/total assets ratio，管理成本/总资产比率，245，246 - 247t.，252，253t.，256t.，258
Ownership，所有权，*See* Corporate ownership，参见公司所有权；企业家；股东
Entrepreneurs；Shareholders

PACAP dataset，PACAP 数据库，380
Pakistan，巴基斯坦
as a market-based system，作为一个银行导向系统，100，120，248t
banking sector，银行部门，88t.，107t
bank net interest margin，银行净利息收入，89t
credit index，203 data sources，信贷

指数，41，64
external finance/ foreign bank assets，外部融资/外国银行资产，89t.，276t
financial structure，金融结构，118t.，121t.，200－201t.，226t.，235t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，88t.，96t.，97t.，103t.，105t.，113t
market capitalization，市值，89t.，118t.，275t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，88t.，107t.，110t
rule of law in，法律规则，204
trade indicators，贸易指标，89t.，113t.，115t.，118t
Panama，巴拿马
as a market-based system，作为一个银行导向系统，101，103，197，248t
banking sector，银行部门，88t.，89t.，107t.，108t.，13711. 5，246t
central bank assets，中央银行资产，88t.，248t.，249
financial structure，金融结构，118t.，121t.，200－201t.，226t.，235t.，248t
foreign bank assets，外国银行资产，89t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，88t.，98t.，103t.，105t.，113t
market capitalization，市值，89t.，118t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，88t.，108t.，110t
trade indicators，贸易指标，89t.，113t.，115t.，118t
Paraguay，巴拉圭
banking sector，银行部门，246t
data sources，数据来源，65
financial structure，金融结构，248t
Pension funds，养老基金，29，136，137f
Perfect markets benchmark，完全市场基准，148－151，181n. 2
Perry，D.，and G. Leipziger，佩里，D. 和 G. 雷普茨格，299
Peru，秘鲁，65
banking sector，银行部门，88t.，107t.，246t
credit index，信贷指数，203
external finance/ foreign bank assets，外部融资/外国银行资产，89t.，276t
financial structure，金融结构，119t.，121t.，200－201t.，226t.，235t.，248t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，98t.，105t.，113t
inflation in，通货膨胀，265
internal vs. external finance in，内部与外部融资的对比，226t.，276t.，277
as a market-based system，作为一个

市场导向系统，100，248t
market capitalization，市值，89t.，119t.，275t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，88t.，108t.，110t
rule of law in，法律规则，204
trade indicators，贸易指标，89t.，113t.，115t.，118t
Philippines，菲律宾，101
banking sector，银行部门，88t.，107t.，246t
data sources，数据来源，41，65
external finance/ foreign bank assets，外部融资/外国银行资产，89t.，276t.，277
financial structure，金融结构，119t.，121t.，200－201t.，226t.，235t.，248t
GDP and financial system efficiency，GDP和金融系统效率，88t.，98t.，103t.，105t.，114t
as a market-based system，作为一个市场导向系统，100，120，248t
market capitalization，市值，89t.，119t.，275t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，88t.，107t.，110t
rule of law in，法律规则，204
size of financial system，金融系统规模，98t
trade indicators，贸易指标，89t.，114t.，116t.，119t.
Policy conditioning information set，政策条件信息集，See also Governing policy，也参见治理政策，207，21lt
Pooled investment schemes，集合投资计划，29
Portugal，葡萄牙
as a market-based system，作为一个银行导向系统，101，103，120
banking sector，银行部门，88t.，89t.，107t.，108t
data sources，数据来源，41，65－66
external finance，外部融资，foreign bank assets，外国银行资产，89t.，276t
financial structure，金融结构，118t.，121t.，200－201t.，226t.，235t
GDP and financial system efficiency，GDP和金融系统效率，88t.，98t.，103t.，105t.，113t
market capitalization，市值，89t.，118t.，275t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，88t.，108t.，110t
trade indicators，贸易指标，89t.，113t.，115t.，118t
Post-World War II studies，二战之后的研究，175
Primary capital markets，初级资本市场，263，264，267，292－293
data sources，数据来源，76－78
summary statistics，统计摘要，268－269t
Private bond markets，私人债券市场，20t
Private credit，私人贷款，24f

by life insurance companies，通过人寿保险公司，31f. 2. 6，94f. C
by other financial intermediaries，通过其他金融中介，30，31f.，112，137－138n. 6
of deposit money banks，存款货币银行的，19t.，112，137－138n. 6
Private equity financing，私人股权融资，158，174
Private pension funds，94f. A and B，私人养老基金
Privatization of state enterprises，国有企业私有化，264，291t.，291－292
in Chile，在智利，306
in Indonesia，在印尼，378
mean financial ratios and，平均财务比率，291t
Profitability，盈利率，See Corporate profitability，参见公司盈利率
Profit/total assets ratio，利润/总资产比率，245，246－247t.，252，258
Property rights，财产权，158
Provident funds，退休基金，See also Pension funds，也参见养老基金，29
PT Bursa Efek Surabaya/Jakarta，PT，布尔萨・依菲克・苏拉伯亚/雅加达，382
Public bank share of high-income and low-income countries，高收入和低收入国家的公共银行份额，87t.，89t.，90f.，91t.，91
Public equity markets，公开股权市场，See Equity markets/equities，参见股权市场/股权
Public offerings，initial，公开销售，初级，See Primary capital markets，参见初级资本市场
Public policy，公共政策，See Governing policy，参见治理政策
Public share in total assets，总资产中的公共份额，87t
Pyramids，金字塔，163

R&D investments，研究与发展投资，8，156，167
Rajan，R. G.，雷金，R. G.，191
Rajan，R. G.，and L. Zingales，雷金，R. G. 和 L. 津格利斯，95，176，180，192，213－214，215
Regulatory environment，监管环境，See Accounting standards，参见会计准则
Regulatory environment，监管环境，See also Banking regulations; Governing policy; Legal environment，参见银行业监管；治理政策；法律环境，82，120，122，128－130，131－13Z
Relative size of bank，stock markets，and other financial institutions，银行、股市和其他金融机构的相对规模，101f
Religion (dominant national) and institutional development，宗教（占主导地位的国民的）和制度发展，215
Rents，租金
extracted by financial intermediaries，取自金融中介，144，155，157－158，191，258
pyramids and，金字塔和，163
Research and development (R&D) in-

vestments，研究和发展投资，8，156，167
Resource allocation，资源配置，190
Restrictions，financial，限制，金融，149-150，153
RESTRICT index，124t.，限制指数，129-130
Retained earnings ratios，受限制收入比率
to total debt of emerging markets，比新兴市场的总负债，352，358t.，360t.，362t
to total liabilities，比总负债，348，373n. 6
Risk-avoidance，风险规避，156
Risk-sharing，风险分享，146
Roll，R.，罗尔，R.，378
Roman law，罗马法，See also French civil law system，参见法国民法系，204
Rule of law index，法律规则指数，198-199t.，203，211，212，222-223t.，227
Rwanda，卢旺达，66

Saudi Arabia，沙特阿拉伯，66
Savings，储蓄，143
Savings banks，储蓄银行，28
Scandinavian civil law，斯堪的纳维亚民法，123，204
Schmukler，S.，and E. Vesperoni，施穆克勒，S. 和 E. 维斯皮罗尼，10-11，347
Secondary markets，次级市场，33，294n. 1
Securities，有价证券，See Capital markets，参见资本市场
Shareholders，股东
entrepreneurial or staff，企业家或者职员，164-166
family or block，家庭或街区，164-165
governance role of，的管理作用，169-170
having differential voting rights，拥有区别投票权，163，164
large shareholders stake，大股东的股份，161-162，163，164，165，174
Shareholders（cont.），股东
protecting rights of minority，保护少数股东权利，83，145，152，161，173，174，203，259
pyramids and costs to，金字塔式控股和成本，163-164
shareholder wealth，股东财富，160
SRIGHTS（shareholder rights）measure，SRIGHTS（股东权益）指标，83，124t.，132，138n. 8
Shleifer，A.，史莱佛，and R. Vishny，维希尼，162
Shleifer，A.，史莱佛，and D. Wolfenson，沃尔芬逊，182n. 9
Short-term finance，短期融资，173，190，232，311
emerging markets and，新兴市场和，352，356f.，358t.，360t.，362t.，364
growth-rate from（SGt），来自（*SGt*）的增长比率，224-225

short-term debt/equity ratio，短期负债/股权比率，172，180－181，267，348，352
short-term investors，短期投资者，167－168
STCOUNT，STCOUNT，225，226t.，227，228t.，230t.，231t
SIGMA，西格马，30
Singapore，新加坡，66，92，95
banking sector，银行部门，88t.，89t.，107t.，108，246t
external finance/ foreign bank assets，外部融资/外国银行资产，89t.，276t
financial structure，金融结构，119t.，121t.，200－201t.，226t.，235t.，248t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，88t.，98t.，103t.，105t.，114t
as a market-based system，作为一个市场导向系统，120，248t
market capitalization，市值，89t.，108，275t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，88t，107t.，110t
trade indicators，贸易指标，89t.，114t.，111
Solomon Islands，所罗门岛，67
South Africa，南非，67，92，101，109
banking sector，银行部门，88t.，107t.，246t
financial structure，金融结构，118t.，119t.，121t.，200－201t.，226t.，235t.，248t
foreign bank assets，外国银行资产，89t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，88t.，98t.，102t.，105t.，113t
market capitalization，市值，89t.，119t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，88t.，107t.，110t
trade indicators，贸易指标，89t.，114t.，116t.，119t
South Korea，See Korea，参见韩国
Spain，西班牙
as a market-based system，作为一个银行导向系统，120，248t
banking sector，银行部门，88t.，89t.，107t
data sources，数据来源，41，67－68
financial structure，金融结构，118t.，119t.，121t.，200－201t.，226t.，235t
foreign bank assets，外国银行资产，89t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，88t.，98t.，103t.，106t.，113t
market capitalization，市值，89t.，119t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，88t.，107t.，110t
trade indicators，贸易指标，89t.，

114t.，116t.，119t
SRIGHTS index，SRIGHTS 指数，*See also* Shareholders，也参见股东，83，124t.，132，138n. 8
Sri Lanka，斯里兰卡
banking sector，银行部门，88t.，89t.，107t.，108t.，247t
data sources，数据来源，41，68
external finance/ foreign bank assets，外部融资/外国银行资产，89t.，276t
financial structure，金融结构，118t.，121t.，200 – 201t.，226t.，235t.，248t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，88t.，98t.，102t.，105t.，113t
market capitalization，市值，89t.，118t.，275t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，88t.，108t.，110t
rule of law in，法律法规，204
trade indicators，贸易指标，89t.，113t.，115t.，118t
Stability，macroeconomic，稳定性，宏观经济，9，131，158，159，180，212
Staged financing，分阶段融资，151 – 154，158，349–350，357
STCOUNT，STCOUNT，225，226t.，227，228t.，230t.，231t
Stein，J. C.，斯坦，J. C.，167
Stockholders，股东，See Shareholders，参见股东
Stock markets，股票市场，*See also* Equity markets/equities；market capitalization；Primary capital markets development，也参见股权市场/股权，市值，初级资本市场发展，33，34ff.，287
liquidity of，的流动性，9，17，22，162 – 163，207 – 208，349，397 – 399，398t
price fluctuations，价格波动，167 – 169，178–179
size of，的规模，Stocks，17，72，92
issued by newly listed companies，新上市公司发行，263，264，267，268–269t.，286t.，292–293
undervaluation of，的低估，165
Structure-activity measure，结构—活动指数，197，198 – 199t.，202，208t.，209t.，217t.，218t.，219，220–221t.，222–223t.，228t
Structure-aggregate measure，结构—总体指数，197，198–199t.，208t.，209t.，219，228t
Structure-efficiency measure，结构—效率指数，197，198 – 199t.，202，208t.，209t.，217t.，218t.，220 – 221t.，222–223t.，228t
Structure index，结构指数，114–120，117f.，118 – 119t.，121t.，123，125t.，131–132，248–249t.，250–255，253t.，256t.，288t
Structure-size measure，结构—规模指数，197，198 – 199t.，202，208t.，209t.，217t.，218t.，219，220 –

221t.，222-223t.，228t
Stulz, René M.，舒尔茨，雷内 M.，7，143，189，350，357
Suboptimal continuation decisions，次优连续决策，156-157
Subrahmanyam, A.，and S. Titman，萨布雷曼耶，A. 和 S. 蒂特曼，182n. 17
Suharto, President，苏哈托，总统，386
Swaziland，斯威士兰
banking sector，银行部门，247t
financial structure，金融结构，249t
Sweden，瑞典，92
banking sector，银行部门，88t.，89t.，107t.，247t.，249t
banks vs. capitalization，银行比资本，108
data sources，数据来源，42，68-69
financial structure，金融结构，119t.，121t.，200-201t.，226t.，235t.，249t
foreign bank assets，外国银行资产，89t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，88t.，98t.，102t.，105t.，114t
market capitalization，市值，89t.，119t
net interest margin，净利息收入，116t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，88t.，107t.，110t
rule of law in，法律规定，203
trade indicators，贸易指标，89t.，111，114t.，116t.，119t
Swiss Re，瑞士，30
Switzerland，瑞士，92，100
bank credit，银行信贷，248t.，249
banking sector，银行部门，88t.，89t.，107t.，247t
data sources，数据来源，42，69
finance-activity in，融资活动，196
financial structure，金融结构，119t.，121t.，200-201t.，226t.，235t.，249t
foreign bank assets，外国银行资产，89t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，88t.，98t.，102t.，105t.，114t
as a market-based system，作为一个市场导向系统，120，197，249t
market capitalization，市值，89t.，119t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，88t.，107t.，110t
rule of law in，法律规则，204
trade indicators，贸易指标，89t.，111，114t.，116t.，119t

表格抬头

Argentina (see under Argentina (tables by title))，阿根廷（见阿根廷下，(表格抬头))
bank characteristics，银行特征，246-247t
bank credit vs. trading，银行信贷与

交易的对比，107-108t
bank interest margins and financial structure，银行利息收入和金融结构，256t
bank performance and financial structure，银行绩效和金融结构，251t
bank profitability and financial structure，银行盈利率和金融结构，253t
banks vs. capitalization，银行比资本，102-103t
banks vs. other financial institutions，银行比其他金融机构，105-106t
bank-based vs. market-based systems (OLS)，银行导向比市场导向系统（最小二乘法），358-359t
bank-based vs. market-based systems (instrumental variables)，银行导向比市场导向系统（工具变量），362-363t
bank-based vs. market-based systems (within)，银行导向比市场导向系统（内部），360t
Chile (see under Chile)，智利（见智利下）
correlations of financial intermediary and equity market development with GDP per capita，金融中介和股权市场发展与人均 GDP 的相关性，91t
correlations of overall size of the financial sector with GDP per capita，金融部门的总体规模与人均 GDP 的相关性，99t
country classification of financial structure，金融结构的国家分类，121-122t
coverage of the variables，涉及变量，19-20t
descriptive statistics and correlation，描述统计和相关性，198-199t
determinants of financial structure (correlations)，金融结构的决定因素（相关性），125t
determinants of financial structure (means tests)，金融结构的决定因素（均值检验），124t
external dependence across industries，产业间外部依赖，237t. 5A. 2
financial development and economic growth，金融发展和经济增长，210t
financial development and economic growth: The legal-based view，金融发展和经济增长：基于法律的观点，211t
financial development and firm growth，金融发展和公司成长，230t
financial development, financial structure and growth in the number of firms，金融发展、金融结构和公司数量的增长，220t
financial development, financial structure and industry growth，金融发展、金融结构和产业成长，218t
financial intermediary and equity market development across countries，

金融中介和股权市场发展的跨国比较，86-89t
Chile (cont.)，智利（内容）
financial structure across countries，金融结构的跨国比较，118-119t
financial structure across countries，金融结构的跨国比较，200-201t
financial structure and economic growth (sensitivity analysis)，金融结构和经济增长（敏感性分析），209t
financial structure and firm growth，金融结构和公司成长，228t
financial structure and industry growth，金融结构和产业成长，217t
financial structure, financial development and economic growth (OLS regressions)，金融结构、金融发展和经济增长（最小二乘法回归），208t
financial structure, the legal environment and industry growth，金融结构、法律环境和产业成长，222t
firm growth across countries，企业成长的跨国比较，226t
firm growth and the legal-based view，公司成长和基于法律的观点，231t
indicators of financial development，金融发展指标
financial structure and the legal system across countries，金融结构和法律环境的跨国比较，234-226t.
5A. 1
Indonesia (see under Indonesia)，印尼（见印尼下）
mean financial ratios by countries by years (percent)，各国各年平均财务比率百分比，278t
mean financial ratios by country，国家平均财务比率，275 t
mean financial ratios conditional on financial structure variables (percent)，按金融结构变量（%）分类的平均财务比率，288t
mean financial ratios conditional on GDP growth rate and inflation (percent)，按 GDP 增长率和通胀（%）分类的平均财务比率，284t
mean financial ratios conditional on privatization (percent)，按私有化分类的平均财务比率，291t
mean financial ratios conditional on size of the economic system (percent)，按经济系统（%）规模分类的平均财务比率，286t
mean total external financial ratios by country，按国家分类的各国平均外部融资比率，276t
other financial institutions vs. trading，其他金融制度与交易，110-111t
overall size and efficiency of the financial sector across countries，国家间金融部门的总体规模和效率，96-98t
summary statistics，统计摘要，268-269t

trading vs. interest margin，贸易比利息收入，115-116t
trading vs. overhead costs，贸易比管理成本，113-114t
Taiwan，中国台湾
data sources，数据来源，69-70
external finance ratios，外部融资，276t
as a market-based system，作为一个市场导向的系统，197
market capitalization，市值，275t
Takeovers，接管，See Corporate takeovers，参见公司接管
Tax laws，税法，82，120，122，130
Tax rate measure(s)，税率指标，83，124t.，130-131，227，252，253t.，254，256t
Thailand，泰国，70，92，100，395
banking sector，银行部门，88t.，89t.，107t.，247t
corporate financing decisions，公司融资决策，349
data sources，数据来源，42
finance-activity measure (low value)，融资—活动指标（低值），208
financial structure，金融结构，119t.，121t.，200-20lt.，226t.，235t.，249t
foreign bank assets，外国银行资产，89t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，88t.，98t.，102t.，105t.，114t
as a market-based system，作为一个市场导向系统，249t.，356
market capitalization，市值，89t.，119t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，88t.，107t.，110t
size of financial system，金融系统规模，98t
trade indicators，贸易指标，89t.，111，114t.，116t.，119t.
Thurow，L.，瑟罗，L.，143-144
Tobago，多巴哥岛，See Trinidad and Tobago，参见特立尼达和多巴哥
Tonga，汤加，70
Total financial assets，金融总资产，20-21
Total value traded (Tvt)/GDP ratio，交易总值（Tvt)/GDP 的比率，248-249t.，249，250
trade indicators，贸易指标，89t.，92，93f.，11，95，100，109，119，134，135f.，136f.，287，288t
trading versus interest margin，贸易比利息收入，111-112，115-116t
trading versus overhead costs，贸易比管理成本，111-112，113-114t.，114，118-119t
tradable producers，可贸易品，358t.，360t.，362t.，364
value traded measure，交易值指标，197，198-199t.，212，238n. 4
Transaction costs，corporate financing decisions and，交易成本、公司融资决策和，7，143
Trinidad and Tobago，特里尼达和多巴哥，71

banking sector，银行部门，88t.，107t.，108t.，137n. 5
banks vs. capitalization，银行比资本，103t.，105t
financial structure，金融结构，118t.，121t.，200-201t.，226t.，235t
foreign bank assets，外国银行资产，89t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，98t.，113t
market capitalization，市值，118t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，88t.，108t.，110t.，111t
trade indicators，贸易指标，89t.，113t.，115t.，118t
Tunisia，突尼斯
as a market-based system，作为一个银行导向系统，103
banking sector，银行部门，88t.，89t.，107t.，108t.，137n. 5
data sources，数据来源，42，71
financial structure，金融结构，118t.，121t.，200-201t.，226t.，235t
foreign bank assets，外国银行资产，89t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，88t.，98t.，103t.，105t.，113t
market capitalization，市值，89t.，118t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，88t.，108t.，110t
trade indicators，贸易指标，89t.，113t.，115t.，118t
Turkey，土耳其
banking sector，银行部门，88t.，89t.，107t.，108
data sources，数据来源，42，71
domestic bond markets，国内债券市场，274
external finance/foreign bank assets，外部融资/外国银行资产，89t.，276t
financial structure，金融结构，116，119t.，121t.，200-201t.，226t.，235t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，88t.，98t.，102t.，106t.，114t
as a market-based system，作为一个市场导向系统，120，248t
market capitalization，市值，89t.，119t.，275t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，88t.，107t.，110t
trade indicators，贸易指标，89t.，116t.，114t.，116，119t
Turnover ratio，换手率，87t.，89t.，91f.，93f.，95，109，134，135f.，136f
as measure of overall efficiency，作为总体效率的指标，95

Underdeveloped financial systems，不发达金融系统，*See also* Emerging markets；High-income and low-in-

come countries compared，也参见新兴市场；高收入国家和低收入国家的对比，121t
banking sector predominant in，银行部门支配，117，119－120，137n. 5
bank performance in，银行绩效，248－249t.，250，251t.，258
determinants of financial structure，金融结构的决定因素，83，100，103－104，116，119，124－125t.，132
inflation and，通货膨胀和，83
legal system and，法律体系和，122－123，126－127
market-based（atypical），市场导向的（非典型的），117，120
United Kingdom，英国，4，92，100
banking sector，银行部门，86t.，87t.，107t.，248t.，249
credit index，信贷指数，203
data sources，数据来源，42，72
external finance/foreign bank assets，外部融资/外国银行资产，87t.，276t.，277
financial structure，金融结构，119t.，121t.，200－201t.，234t.，249t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，86t.，96t.，97t.，103t.，105t.，114t
as a market-based system，作为一个市场导向系统，120，197，243，249t
market capitalization，市值，87t.，119t.，275t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，86t.，107t.，110t
trade indicators，贸易指标，87t.，111，114t.，116t.，119t
United States，美国，92
bank financing compared to Japanese，银行融资与日本的比较，173
banking sector，银行部门，88t.，89t.，107t.，247t
bank net interest margin，银行净利息收入，89t
data sources，数据来源，42，72－73
economic performance and financial structure，经济绩效和金融结构，143－144，167－168
external finance/ foreign bank assets，外部融资/外国银行资产，89t.，276t
financial structure，金融结构，119t.，121t.，200 － 201t.，226t.，235t.，249t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，88t.，98t.，102t.，105t.，114t
history of shareholder status in，股东在……的地位历史，175－176，182n. 11
as a market-based system，作为市场导向的系统，100，120，197，243，249t
market capitalization，市值，89t.，119t.，275t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，88t.，107t.，110t

rule of law/legal enforcement in，法律规则/法律执行，152-153，204
trade indicators，贸易指标，116t.，89t.，111，114t.，119t
Uruguay，乌拉圭
banking sector，银行部门，88t.，89t.，107t
data sources，数据来源，42，73-74
financial structure，金融结构，118t.，121t.，200-201t.，226t.，235t
foreign bank assets，外国银行资产，89t
GDP and financial system efficiency，GDP和金融系统效率，88t.，98t.，102t.，105t.，113t
Uruguay (cont.)，乌拉圭（内容）
market capitalization，市值，89t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，88t.，107t.，110t
trade indicators，贸易指标，89t.，113t

Value claims on money deposit banks to the private sector，估计货币存款银行对私人部门的要求权的价值，289
Value Traded measure，贸易值指数，197，198-199t.，212，238n. 4
Venezuela，委内瑞拉，74
banking sector，银行部门，88t.，89t.，107t
external finance/ foreign bank assets，外部融资/外国银行资产，89t.，276t
financial structure，金融结构，118t.，121t.，200-201t.，226t.，235t
GDP and financial system efficiency，GDP和金融系统效率，88t.，98t.，102t.，105t.，113t
market capitalization，市值，89t.，118t.，275t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，88t.，107t.，110t
trade indicators，贸易指标，89t.，113t.，115t.，118t
Venture capital，风险资产，182n. 16

Weinstein，D. E.，and Y. Yafeh，温斯坦，D. E和Y. 约劳，191
World Bank，classification of countries，世界银行，国家的分类，78nn. 7，9
World Development Indicators，世界发展指标，75，85
Worldscope database，世界概览数据库，224
World War II (post-)，第二次世界大战（过去-)，175

Zambia，赞比亚
banking sector，银行部门，247t
data sources，数据来源，42
financial structure，金融结构，249t
Zero coupon debt，零息债券，171
Zimbabwe，津巴布韦，74-75
banking sector，银行部门，88t.，89t.，107t.，108t

credit index，信贷指标，203
financial structure，金融结构，118t.，121t.，200－201t.，226t.，235t
foreign bank assets，外国银行资产，89t
GDP and financial system efficiency，GDP 和金融系统效率，88t.，98t.，102t.，105t.，113t
market capitalization，市值，89t.，118t
nonbank financial intermediaries，非银行金融中介，88t.，107t.，110t
trade indicators，贸易指标，113t.，89t.，115t.，118t
Zingales，L.，津格利斯，L.，161

著作权合同登记号
图字：01-2003-3562号

FINANCIAL STRUCTURE AND ECONOMIC GROWTH

A Cross-Country Comparison of Banks, Markets and Development

金融结构和经济增长：

银行、市场和发展的跨国比较

策划编辑：马学亮
责任编辑：姚 克 梁 硕
版式设计：赵星华

COVER DESIGN by 装帧设计/蒋宏工作室 JIANGHONG STUDIO

ISBN 7-300-07593-2

9 787300 075938 >

ISBN 7-300-07593-2/F · 2573
定价：38.00元